

# MASTERARBEIT

Titel der Masterarbeit

„Die Regelungen zur Vorstandsvergütung in den  
Vereinigten Staaten von Amerika, Großbritannien und  
Kanada“

Verfasser

Gerald Fritz

angestrebter akademischer Grad

Master of Science (MSc)

Wien, 2014

Studienkennzahl lt. Studienblatt:  
Studienrichtung lt. Studienblatt:  
Betreuer:

A 066 915  
Masterstudium Betriebswirtschaft  
Univ.-Prof. Mag. Dr. Otto Altenburger



# Inhaltsverzeichnis

<b>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS</b> .....	<b>V</b>
<b>TABELLENVERZEICHNIS</b> .....	<b>VII</b>
<b>1. EINLEITUNG</b> .....	<b>1</b>
1.1. PROBLEMSTELLUNG .....	1
1.2. ZIEL UND AUFBAU DER ARBEIT .....	2
1.3. BEDEUTUNG DER VORSTANDSVERGÜTUNG IM RAHMEN DER CORPORATE GOVERNANCE ...	3
<b>2. ÜBERBLICK ÜBER DIE REGELUNGEN ZUR CORPORATE GOVERNANCE IN DEN VEREINIGTEN STAATEN VON AMERIKA, GROSSBRITANNIEN UND KANADA</b> .....	<b>5</b>
2.1. VEREINIGTE STAATEN VON AMERIKA .....	5
2.1.1. <i>Gesetzliche Regelungen</i> .....	5
2.1.2. <i>New York Stock Exchange (NYSE) Corporate Governance Regelungen</i> .....	8
2.1.2.1. Historischer und rechtlicher Hintergrund der Einführung der Regelungen.....	8
2.1.2.2. Anwendungsbereich .....	10
2.1.2.3. Überblick über die Regelungen .....	11
2.2. GROSSBRITANNIEN .....	12
2.2.1. <i>Gesetzliche Regelungen</i> .....	12
2.2.2. <i>UK Corporate Governance-Kodex</i> .....	14
2.2.2.1. Historischer und rechtlicher Hintergrund der Einführung der Regelungen.....	14
2.2.2.2. Anwendungsbereich .....	16
2.2.2.3. Überblick über die Regelungen .....	16
2.3. KANADA .....	18
2.3.1. <i>Gesetzliche Regelungen</i> .....	18
2.3.2. <i>Toronto Stock Exchange (TSX) Corporate Governance Guide</i> .....	19
2.3.2.1. Historischer und rechtlicher Hintergrund der Einführung der Regelungen.....	19
2.3.2.2. Anwendungsbereich .....	21
2.3.2.3. Überblick über die Regelungen .....	21
2.4. ZUSAMMENFASSENDE VERGLEICH .....	23
<b>3. VERANTWORTLICHKEIT FÜR DIE POLITIK DER VORSTANDSVERGÜTUNG</b> ..	<b>25</b>
3.1. VEREINIGTE STAATEN VON AMERIKA .....	25
3.1.1. <i>Regelungen zur Verantwortlichkeit für die Politik der Vorstandsvergütung</i> .....	25
3.1.1.1. Gesetzliche Regelungen .....	25
3.1.1.2. Corporate Governance Regelungen .....	27
3.1.2. <i>Empirische Befunde zur Verantwortlichkeit für die Politik der Vorstandsvergütung</i> .....	29
3.2. GROSSBRITANNIEN .....	31
3.2.1. <i>Regelungen zur Verantwortlichkeit für die Politik der Vorstandsvergütung</i> .....	31
3.2.1.1. Gesetzliche Regelungen .....	31
3.2.1.2. Corporate Governance Regelungen .....	32
3.2.2. <i>Empirische Befunde zur Verantwortlichkeit für die Politik der Vorstandsvergütung</i> .....	35
3.3. KANADA .....	37
3.3.1. <i>Regelungen zur Verantwortlichkeit für die Politik der Vorstandsvergütung</i> .....	37
3.3.1.1. Gesetzliche Regelungen .....	37
3.3.1.2. Corporate Governance Regelungen .....	38
3.3.2. <i>Empirische Befunde zur Verantwortlichkeit für die Politik der Vorstandsvergütung</i> .....	39
3.4. ZUSAMMENFASSENDE VERGLEICH .....	41

<b>4.</b>	<b>ANGEMESSENHEIT DER HÖHE DER VORSTANDSVERGÜTUNG.....</b>	<b>43</b>
4.1.	VEREINIGTE STAATEN VON AMERIKA .....	43
4.1.1.	<i>Regelungen zur Angemessenheit der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung....</i>	<i>43</i>
4.1.1.1.	Gesetzliche Regelungen .....	43
4.1.1.2.	Corporate Governance Regelungen .....	43
4.1.2.	<i>Empirische Befunde zur Angemessenheit der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung.....</i>	<i>44</i>
4.2.	GROßBRITANNIEN .....	46
4.2.1.	<i>Regelungen zur Angemessenheit der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung....</i>	<i>46</i>
4.2.1.1.	Gesetzliche Regelungen .....	46
4.2.1.2.	Corporate Governance Regelungen .....	46
4.2.2.	<i>Empirische Befunde zur Angemessenheit der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung.....</i>	<i>47</i>
4.3.	KANADA .....	49
4.3.1.	<i>Regelungen zur Angemessenheit der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung....</i>	<i>49</i>
4.3.1.1.	Gesetzliche Regelungen .....	49
4.3.1.2.	Corporate Governance Regelungen .....	49
4.3.2.	<i>Empirische Befunde zur Angemessenheit der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung.....</i>	<i>50</i>
4.4.	ZUSAMMENFASSENDE VERGLEICH .....	51
<b>5.</b>	<b>STRUKTUR UND BEMESSUNGSGRUNDLAGE DER VORSTANDSVERGÜTUNG.....</b>	<b>52</b>
5.1.	VEREINIGTE STAATEN VON AMERIKA .....	52
5.1.1.	<i>Regelungen zur Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung ....</i>	<i>52</i>
5.1.1.1.	Gesetzliche Regelungen .....	52
5.1.1.2.	Corporate Governance Regelungen .....	52
5.1.2.	<i>Empirische Befunde zur Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung.....</i>	<i>53</i>
5.2.	GROßBRITANNIEN .....	55
5.2.1.	<i>Regelungen zur Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung ....</i>	<i>55</i>
5.2.1.1.	Gesetzliche Regelungen .....	55
5.2.1.2.	Corporate Governance Regelungen .....	56
5.2.2.	<i>Empirische Befunde zur Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung.....</i>	<i>57</i>
5.3.	KANADA .....	58
5.3.1.	<i>Regelungen zur Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung ....</i>	<i>58</i>
5.3.1.1.	Gesetzliche Regelungen .....	58
5.3.1.2.	Corporate Governance Regelungen .....	59
5.3.2.	<i>Empirische Befunde zur Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung.....</i>	<i>59</i>
5.4.	ZUSAMMENFASSENDE VERGLEICH .....	60
<b>6.</b>	<b>AKTIONSOPTIONEN UND BEZUGSRECHTEN IM RAHMEN DER VORSTANDSVERGÜTUNG.....</b>	<b>62</b>
6.1.	VEREINIGTE STAATEN VON AMERIKA .....	62
6.1.1.	<i>Regelungen zu Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen der Vorstandsvergütung.....</i>	<i>62</i>
6.1.1.1.	Gesetzliche Regelungen .....	62
6.1.1.2.	Corporate Governance Regelungen .....	62
6.1.2.	<i>Empirische Befunde zu Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen der Vorstandsvergütung.....</i>	<i>64</i>

6.2.	GROßBRITANNIEN .....	65
6.2.1.	<i>Regelungen zu Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen der Vorstandsvergütung.....</i>	65
6.2.1.1.	Gesetzliche Regelungen .....	65
6.2.1.2.	Corporate Governance Regelungen .....	66
6.2.2.	<i>Empirische Befunde zu Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen der Vorstandsvergütung.....</i>	67
6.3.	KANADA .....	68
6.3.1.	<i>Regelungen zu Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen der Vorstandsvergütung.....</i>	68
6.3.1.1.	Gesetzliche Regelungen .....	68
6.3.1.2.	Corporate Governance Regelungen .....	69
6.3.2.	<i>Empirische Befunde zu Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen der Vorstandsvergütung.....</i>	70
6.4.	ZUSAMMENFASSENDE VERGLEICH .....	71
<b>7.</b>	<b>VERGÜTUNG IM FALLE EINER FRÜHZEITIGEN BEENDIGUNG DER VORSTANDSTÄTIGKEIT .....</b>	<b>72</b>
7.1.	VEREINIGTE STAATEN VON AMERIKA .....	72
7.1.1.	<i>Regelungen zur Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit.....</i>	72
7.1.1.1.	Gesetzliche Regelungen .....	72
7.1.1.2.	Corporate Governance Regelungen .....	72
7.1.2.	<i>Empirische Befunde zur Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit.....</i>	72
7.2.	GROßBRITANNIEN .....	74
7.2.1.	<i>Regelungen zur Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit.....</i>	74
7.2.1.1.	Gesetzliche Regelungen .....	74
7.2.1.2.	Corporate Governance Regelungen .....	74
7.2.2.	<i>Empirische Befunde zur Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit.....</i>	75
7.3.	KANADA .....	75
7.3.1.	<i>Regelungen zur Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit.....</i>	75
7.3.1.1.	Gesetzliche Regelungen .....	75
7.3.1.2.	Corporate Governance Regelungen .....	75
7.3.2.	<i>Empirische Befunde zur Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit.....</i>	75
7.4.	ZUSAMMENFASSENDE VERGLEICH .....	76
<b>8.</b>	<b>OFFENLEGUNG DER VORSTANDSVERGÜTUNG .....</b>	<b>77</b>
8.1.	VEREINIGTE STAATEN VON AMERIKA .....	77
8.1.1.	<i>Regelungen zur Offenlegung der Vorstandsvergütung.....</i>	77
8.1.1.1.	Gesetzliche Regelungen .....	77
8.1.1.2.	Corporate Governance Regelungen .....	79
8.1.2.	<i>Empirische Befunde zur Offenlegung der Vorstandsvergütung.....</i>	80
8.2.	GROßBRITANNIEN .....	81
8.2.1.	<i>Regelungen zur Offenlegung der Vorstandsvergütung.....</i>	81
8.2.1.1.	Gesetzliche Regelungen .....	81
8.2.1.2.	Corporate Governance Regelungen .....	83
8.2.2.	<i>Empirische Befunde zur Offenlegung der Vorstandsvergütung.....</i>	84

8.3.	KANADA .....	85
8.3.1.	<i>Regelungen zur Offenlegung der Vorstandsvergütung</i> .....	85
8.3.1.1.	Gesetzliche Regelungen .....	85
8.3.1.2.	Corporate Governance Regelungen .....	88
8.3.2.	<i>Empirische Befunde zur Offenlegung der Vorstandsvergütung</i> .....	89
8.4.	ZUSAMMENFASSENDE VERGLEICH .....	90
<b>9.</b>	<b>SYNOPTISCHE GEGENÜBERSTELLUNG</b> .....	<b>92</b>
<b>10.</b>	<b>CONCLUSIO</b> .....	<b>96</b>
	<b>QUELLENVERZEICHNIS</b> .....	<b>98</b>
	<b>ABSTRACT</b> .....	<b>111</b>
	<b>LEBENS LAUF</b> .....	<b>112</b>

## Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetzbuch
ALI	The American Law Institut
Art.	Artikel
bzw.	beziehungsweise
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CCGG	The Canadian Coalition for Good Governance
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CSA	Canadian Securities Administrators
et al.	et alii
FRC	Financial Reporting Council
FTSE	Financial Times Stock Exchange
hrsg.	herausgegeben
NACD	National Association of Corporate Directors
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NI	National Instrument
NP	National Policy
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange

PCAOB	Public Company Accounting Oversight Boards
Rn.	Randnummer
S.	Seite
S&P	Standard & Poor's
SEC	Securities and Exchange Commission
SOX	Sarbanes-Oxley-Act
TIAA-CREF	Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund
TSX	Toronto Stock Exchange
u.a.	unter anderem
UGB	Unternehmensgesetzbuch
v.	von
v.a.	vor allem
Vgl.	Vergleiche

# Tabellenverzeichnis

TABELLE 1: SYNOPSE .....	95
--------------------------	----



# 1. Einleitung

## 1.1. Problemstellung

Steigende Managementgehälter sind ein häufig diskutiertes Thema, das vor allem seit der Finanz- und Wirtschaftskrise viele Menschen beschäftigt. Komplexe Vergütungspakete, die unterschiedliche fixe und variable Gehaltsbestandteile sowie Benefits (z.B. Versicherungen, Dienstauto, das auch privat genutzt wird, etc.) enthalten, tragen zur Intransparenz der tatsächlichen Höhe der Vergütung bei.

Zusätzlich zu dieser Entwicklung zeigen wissenschaftliche Studien, dass CEO-Vergütungen im Verhältnis zu den Löhnen gewöhnlicher Arbeitnehmer ebenfalls stark steigen.<sup>1</sup> Eine von Bloomberg im Jahr 2012 durchgeführte Studie bei Unternehmen des Standard & Poor's 500 Index belegt, dass der Mittelwert der Managementgehälter das 204-fache der durchschnittlichen Entlohnung eines normalen Mitarbeiters beträgt. Seit 2009 ist dieser Wert um ca. 20 % angestiegen.<sup>2</sup>

Diese Entwicklung führt dazu, dass Aktionäre zunehmend in Frage stellen, ob die Höhe der Managementgehälter gerechtfertigt ist. Als Eigentümer und Investoren von Unternehmen sind Aktionäre wesentliche Stakeholder, deren Interessen vom Vorstand gewahrt werden müssen. Vor allem in Zeiten schlechterer Unternehmensperformance rücken Managementgehälter in den Fokus. Als Folge besteht die Gefahr, dass verunsicherte bzw. verärgerte Aktionäre ihre Anteile verkaufen und Unternehmen somit an Wert verlieren. Transparenz hinsichtlich unternehmerischer Handlungen und Entscheidungen wird daher immer wichtiger.

Es lässt sich international ein Trend hin zu mehr gesetzlichen Regelungen hinsichtlich Vorstandsvergütungen beobachten. Dadurch sollen Anreize zur Verringerung der Lohndifferenzen zu gesetzt werden. Der Gesetzgeber unterstützt daher, dass Aktionäre die Gehaltspolitik von Unternehmen bei ihren Investitions- und Deinvestitionsentscheidungen miteinbeziehen und fördert auf diese Weise eine Selbstregelung des Marktes.

---

<sup>1</sup> Aguilar (2013)

<sup>2</sup> <http://www.bloomberg.com/news/2013-04-30/ceo-pay-1-795-to-1-multiple-of-workers-skirts-law-as-sec-delays.html> abgerufen am 23.02.2014

Durch die Erstellung eines Corporate Governance-Kodex soll ein „Regelwerk für die verantwortungsvolle Führung und Leitung von Unternehmen“, wie es der Österreichische Arbeitskreis für Corporate Governance treffend definiert, geschaffen werden. Es soll dadurch Transparenz gesteigert und das Vertrauen der Aktionäre erhöht werden.<sup>3</sup>

Auch die US amerikanische Börsenaufsicht (SEC) plädiert für eine klare, präzise und verständliche Offenlegung von Vergütung, die an CEOs, CFOs oder andere hochrangige Manager bezahlt werden.<sup>4</sup>

## **1.2. Ziel und Aufbau der Arbeit**

Diese Masterarbeit hat das Ziel, die Corporate Governance Kodizes und Gesetze zum Thema Vorstandsvergütung in den Vereinigten Staaten von Amerika, Großbritannien und Kanada zu vergleichen. Dadurch soll sowohl ein Überblick über die einzelnen Regelungen für Unternehmen gegeben werden, als auch die Unterschiede zwischen gesetzlichen und Corporate Governance Regelungen herausgearbeitet werden. In dieser Masterarbeit wird jedoch nicht auf Sonderregelungen für Non-Profit Organisationen oder Kreditinstituten eingegangen. Nachdem die einzelnen Regelungen verglichen wurden, soll auch die Einhaltung dieser Regelungen betrachtet werden. Diese Masterarbeit knüpft an die Masterarbeit von Nina Plank „Die Regelungen zur Vorstandsvergütung in Österreich, Deutschland und der Schweiz“ aus dem Jahr 2012 an. Durch eine ähnliche Herangehensweise und Gliederung der Arbeit soll ein Vergleich mit den deutschsprachigen Ländern ermöglicht werden.<sup>5</sup>

In Kapitel 2 dieser Arbeit werden die Corporate Governance-Kodizes sowie die relevanten Gesetze der drei Länder genau beschrieben. Es soll ein Überblick über die Regelungen in den Kodizes und über deren Anwendungsbereich gegeben werden. Ein kurzer geschichtlicher Überblick soll dazu beitragen, die Hintergründe der einzelnen Kodizes genauer zu verstehen.

In den darauffolgenden Kapiteln werden einzelne Punkte zur Vorstandsvergütung herausgenommen und die gesetzlichen sowie die dazugehörigen Regelungen im Corporate Governance-Kodex des jeweiligen Landes beschrieben und verglichen. Kapitel 3 beinhaltet die Verantwortlichkeit für die Ausgestaltung der Vorstandsvergütung. Ein

---

<sup>3</sup> <http://www.corporate-governance.at/> abgerufen am 05.04.2014

<sup>4</sup> <http://www.sec.gov/answers/execomp.htm?%29> abgerufen am 23.02.2014

<sup>5</sup> Plank (2012)

sehr kontroverses Thema der Vorstandsvergütung, nämlich die Angemessenheit der Höhe der Vorstandsvergütung, wird in Kapitel 4 behandelt. Danach folgen in Kapitel 5 Regelungen zur Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung, wo die Bestandteile der Vorstandsvergütung aufgezeigt werden sollen. Da Aktienoptionen und Bezugsrechte ein wichtiger Teil der Vorstandsvergütung sind, wird auf diese Gegebenheit in Kapitel 6 hingewiesen. In Kapitel 7 dieser Arbeit geht es um die die Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit. Mit der Offenlegung der Vorstandsvergütung befasst sich Kapitel 8. Nachdem auf alle Regelungen eingegangen wurde, sollen in Kapitel 9 mit Hilfe einer synoptischen Gegenüberstellung die Unterschiede in den einzelnen Ländern dargestellt werden.

### **1.3. Bedeutung der Vorstandsvergütung im Rahmen der Corporate Governance**

Trotz der langjährigen Tradition von Corporate Governance im englischsprachigen Raum gibt es bis dato keine eindeutige Definition für den Begriff. Brick greift diesen Punkt der fehlenden eindeutigen Definition auf und beschreibt Corporate Governance sehr breit gefasst als ein Regelwerk für die Principal-Agency-Beziehung.<sup>6</sup>

Jensen und Meckling identifizieren in der Agency theory die Principal-Agency-Beziehung, in der der Prinzipal Aufgaben an den Agenten delegiert. Da der Agent jedoch eigene Interessen verfolgt, entstehen Nachteile für den Prinzipal. Dieser verfügt nicht über dieselben Informationen wie der Agent (Informationsasymmetrie), wodurch er zusätzlich benachteiligt ist. Die Aktionäre als Eigentümer von Unternehmen haben in ihrer Rolle als Prinzipal oft andere Ziele als der Vorstand, der die Agent-Position einnimmt.<sup>7</sup> Es entstehen Interessenskonflikte, die auch die Vorstandsvergütung betreffen. Die Theorie zeigt daher unterschiedliche Corporate Governance Mechanismen, wie z.B. das Board of Directors als wesentliches Überwachungsinstrument, auf, um die Probleme aufgrund der Principal-Agency-Beziehung zu minimieren.<sup>8</sup> Um die Interessen der beiden Akteure anzugleichen, eignen sich vom Board of Directors konzipierte Vergütungsverträge, die sicherstellen, dass die Gehälter einen variablen Anteil enthalten und somit von der Unternehmensperformance abhängen.<sup>9</sup>

---

<sup>6</sup> Brink (2011), S. vii – viii

<sup>7</sup> Jensen / Meckling (1976)

<sup>8</sup> Mallin (2010), S. 15

<sup>9</sup> Mallin (2010), S. 190

Ein historischer Rückblick zeigt, dass im Zuge der Industrialisierung viele Unternehmen nicht mehr durch ihren Besitzer selbst geführt wurden. Berle und Means' griffen die dadurch entstandene Thematik der Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle (Separation of ownership and control) auf.<sup>10</sup> Sie stellten die Beziehung zwischen Investoren als Eigentümern und der Unternehmensführung dar und beeinflussten damit die zu diesem Zeitpunkt vorherrschende Denkweise über das Eigentum, die Führung und Kontrolle von Unternehmen wesentlich.<sup>11</sup> Das trifft vorrangig auf die USA und Großbritannien zu. In diesen Ländern wurde eine gute gesetzliche Basis für breit gestreute Eigentümerverhältnisse in Unternehmen geschaffen, um die Interessen von Kleinaktionären zu schützen.<sup>12</sup> Studien zeigen, dass familiengeführte Firmen und von Mehrheitsaktionären kontrollierte Unternehmen die weltweit häufigsten Eigentumsformen darstellen. Daher kann die von Berle und Means' dargestellte Beziehung zwischen Eigentum und Kontrolle nicht global angewendet werden.<sup>13</sup>

Jensen und Murphy ergänzen die Diskussion um einen weiteren, wesentlichen Punkt: Aktionäre verfügen häufig nicht über die notwendige Kompetenz und die erforderlichen Informationen, um Entscheidungen von CEOs hinsichtlich ihrer Richtigkeit beurteilen zu können. Um die Wahrung der Aktionärsinteressen sicherzustellen, empfehlen sie performanceabhängige Vergütungsformen.<sup>14</sup> Wenn die Vorstandsgehälter über einen variablen Anteil verfügen, dessen Höhe vom Erfolg des Unternehmens abhängig, werden die Ziele der beiden Gruppen angeglichen. Core et al. weisen darauf hin, dass CEO Gehälter, die nicht an die wirtschaftlichen Gegebenheiten angepasst sind, auf eine schwache Corporate Governance zurückzuführen sind.<sup>15</sup>

---

<sup>10</sup> *Berle / Means (1932)*

<sup>11</sup> *Mallin (2010)*, S. 15 – 16

<sup>12</sup> *Mallin (2010)*, S. 15

<sup>13</sup> *Mallin (2010)*, S. 16

<sup>14</sup> *Jensen / Murphy (1990)*

<sup>15</sup> *Core et al. (1999)*, S. 371 – 406

## **2. Überblick über die Regelungen zur Corporate Governance in den Vereinigten Staaten von Amerika, Großbritannien und Kanada**

### **2.1. Vereinigte Staaten von Amerika**

#### **2.1.1. Gesetzliche Regelungen**

Im Unterschied zu Europa, wo Corporate Governance in Kodizes und verteilt auf diverse Gesetze (z.B. AktG, UGB) verankert ist, gibt es in den USA ein eigenes Gesetz, das ausschließlich Corporate Governance behandelt.<sup>16</sup> Der „Sarbanes-Oxley Act“ (SOX)<sup>17</sup> wurde im Juli 2002 ratifiziert und gilt für ca. 7.500 börsennotierte Gesellschaften in den USA sowie deren Tochtergesellschaften, auch wenn diese im Ausland ansässig sind. Dieses Gesetz gilt als eine der bedeutendsten Änderungen der US-Wertpapiergesetze.<sup>18</sup> Vor dessen Einführung gab es in jedem der 50 Bundesstaaten ein eigenes Gesetz.<sup>19</sup> Der „Sarbanes-Oxley Act“ (SOX) wurde aufgrund von diversen Bilanzskandalen, wie z.B. der Unternehmen Enron, WorldCom, Tyco oder Waste Management, aufgesetzt. Dadurch wurde die Befürchtung der USA bestätigt, dass Corporate Governance in einem für alle Bundesstaaten einheitlichen Gesetz verankert sein muss und freiwillige Kodizes nicht ausreichen.<sup>20</sup>

Das Ziel des „Sarbanes-Oxley Act“ liegt im Schutz der Rechte der Aktionäre. Es gibt keine vergleichbare gesetzliche Verpflichtung, wo der Vorstand, wie in diesem Fall, auf die Rechte einer bestimmten Stakeholdergruppe achten muss.<sup>21</sup> Die Einführung dieses Gesetzes brachte einige bedeutende Änderungen mit sich. Die wahrscheinlich wichtigste Neuerung ist die Gründung eines „Public Company Accounting Oversight Boards“ (PCAOB), welches in Section 101 festgeschrieben ist. Dieses Gremium ist für die Überwachung der Abschlussprüfung börsennotierter Gesellschaften zuständig und kontrolliert Wirtschaftsprüfer von in- und ausländischen Unternehmen, die an der Börse gelistet sind. Die Berichte werden an die Securities and Exchange Commission (SEC) weitergeleitet. Section 301 des „Sarbanes-Oxley Act“ stellt eine weitere neue

---

<sup>16</sup> Nordberg (2011), S. 104 – 108

<sup>17</sup> SOX (2002)

<sup>18</sup> Paetzmann (2012), S. 19 – 22

<sup>19</sup> Nordberg (2011), S. 108

<sup>20</sup> Tricker (2012), S. 112

<sup>21</sup> Matthes (2000), S. 20

Regelung dar. Diese verlangt von den US-Börsen die Einführung eines unabhängigen Prüfungsausschusses für gelistete Unternehmen. Weiters wurde die Verantwortung des Managements ausgeweitet (Section 302). Der CEO sowie der CFO müssen eidesstattliche Erklärungen über die wahrheitsgetreue Veröffentlichung der Berichte abgeben und haften persönlich dafür.<sup>22</sup> Sollte sich herausstellen, dass Berichte nicht der Wahrheit entsprechen, könnte dies zu strafrechtlichen Konsequenzen für den CEO und den CFO führen. Zusätzlich wurden auch die Regelungen für das Risikomanagement (Section 404) verstärkt. Unternehmen müssen in ihrem jährlichen Geschäftsbericht die Angemessenheit der internen Kontrollstrukturen erklären. Es wurde die verbindliche Prüfung der Berichte des Managements durch Auditoren eingeführt.<sup>23</sup> Prüfer dürfen maximal sieben Jahre hintereinander die Berichte und Rechnungslegungen eines Unternehmens kontrollieren.<sup>24</sup> Der „Sarbanes-Oxley Act“ hat auch die Regeln bezüglich der Berichterstattung sowie der Weitergabe von Informationen verschärft und den Handel mit Unternehmensaktien für das Management eingeschränkt.<sup>25</sup>

Dieses strikte Gesetz führte dazu, dass sich viele nicht-amerikanische Unternehmen zu einem De-Listing von US-amerikanischen Börsen entschieden und das benötigte Kapital in London oder Hong Kong aufgenommen haben.<sup>26</sup> Eine weitere Auswirkung der neuen Regelungen sind hohe finanzielle Kosten für die Unternehmen. So fallen z.B. erhebliche Mehrkosten, sowohl für die Erstellung der benötigten Berichte als auch für die strengeren Prüfungsregelungen, an.<sup>27</sup>

Als im Jahr 2007 die globale Finanzkrise ihren Anfang fand und zum Konkurs und Verkauf von einigen großen Finanzinstituten in den Vereinigten Staaten von Amerika führte, wurde eine weitere Verschärfung der bestehenden Regelungen gefordert. Daraufhin führte die US-Regierung im Jahr 2010 eine neue Regelung ein. Es wurde der „The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act“ verabschiedet. Dieses Gesetz enthält effizientere Regelungen als davor der „Sarbanes-Oxley Act“, schloss einige Schlupflöcher und führte zu mehr Transparenz im Finanzsektor der USA. Außerdem wurden den Investoren mehr Rechte und Sicherheiten im Rahmen

---

<sup>22</sup> Paetzmann (2012), S. 19 – 22

<sup>23</sup> Nordberg (2011), S. 108

<sup>24</sup> Mallin (2012), S. 50 – 51

<sup>25</sup> Holmstrom / Kaplan (2003), S. 20

<sup>26</sup> Nordberg (2011), S. 108

<sup>27</sup> Tricker (2012), S. 112

der Corporate Governance gewährt.<sup>28</sup> Ein weiterer wichtiger Punkt des Gesetzes beschäftigt sich mit den immer stärker steigenden Vorstands- und Managementgehältern. Neben der Verpflichtung zur Unabhängigkeit der Mitglieder des Vergütungsausschusses wurden sogenannte Say-on-Pay-Regelungen eingeführt. Dadurch wird den Aktionären ermöglicht, mindestens einmal innerhalb von drei Jahren über die Vergütungen und Abfindungen des Managements eine nicht-bindende Abstimmung abzuhalten.<sup>29</sup> Zusätzlich muss alle sechs Jahre ein sogenanntes „frequency vote“ abgehalten werden. In dieser Abstimmung entscheiden die Aktionäre, wie oft sie über die Vorstandsvergütung abstimmen wollen.<sup>30</sup>

Darüber hinaus müssen Unternehmen den Aktionären folgende Informationen im jährlichen Geschäftsbericht bereitstellen:<sup>31</sup>

- Median über die Vergütung aller Mitarbeiter exklusive CEO
- Vergütungsbetrag des CEOs absolut
- Performanceabhängiger Anteil der CEO-Vergütung
- Zusätzliche Informationen

Die notwendige Unabhängigkeit der Mitglieder des Vergütungskomitees des Vorstandes wird ebenfalls im Detail geregelt.<sup>32</sup>

---

<sup>28</sup> *Tricker (2012)*, S. 112 – 114

<sup>29</sup> *Mallin (2012)*, S. 55

<sup>30</sup> *DFAct (2010)*, § 951

<sup>31</sup> *DFAct (2010)*, § 951

<sup>32</sup> *DFAct (2010)*, § 951

## **2.1.2. New York Stock Exchange (NYSE) Corporate Governance Regelungen**

### **2.1.2.1. Historischer und rechtlicher Hintergrund der Einführung der Regelungen**

In den USA wurden zusätzlich zu den gesetzlich verankerten Regelungen zahlreiche Corporate Governance Richtlinien von unterschiedlichen Institutionen veröffentlicht:<sup>33</sup>

- The Business Roundtable: Statement on Corporate Governance – 1997
- CalPERS: Global Corporate Governance Principles – 1999
- NACD: Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism – 2001
- The American Law Institute: Principles of Corporate Governance: Analysis & Recommendations – 2002
- Council of Institutional Investors: Core Policies, General Principles, Positions & Explanatory Notes – 2002
- The Business Roundtable: Principles of Corporate Governance – 2002
- NYSE Corporate Accountability and Listing Standards Committee: Corporate Governance Rule Proposals – 2002
- The Conference Board: Commission on Public Trust and Private Enterprise Findings and Recommendations: Part 2: Corporate Governance – 2003
- The United States District Court for the Southern District of New York: Restoring Trust – The Breeden Report on Corporate Governance for the future of MCI, Inc. 2003
- Final NYSE Corporate Governance Rules – 2003

---

<sup>33</sup> [http://www.ecgi.org/codes/all\\_codes.php#USA](http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php#USA)

- CFA Centre for Financial Market Integrity: Asset Manager Code of Professional Conduct – 2004
- TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance (2007) – 2007
- NACD: Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies – 2008
- Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance – 2010

Im Jahr 1997 veröffentlichte „The Business Roundtable“ ein „Statement on Corporate Governance“ und betonte darin die Verpflichtung des Vorstandes gegenüber den Aktionären. Fünf Jahre später wurde ein weiteres Paper publiziert, in dem „Best Practices“ von Corporate Governance aufgezeigt wurden. 1999 äußerte sich CalPERS (California Public Employees' Retirement System), die größte amerikanische Pensionsvorsorgekasse, in den „Global Corporate Governance Principles“ zu dem Thema und strich die wirtschaftliche Bedeutung von Corporate Governance hervor. Zwei Jahre später erschien der „Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism“. Die „National Association of Corporate Directors“ (NACD) bildet zusammen mit mehreren Consultingunternehmen eine Expertenkommission. In ihren Publikationen (u.a. in den Jahren 2001 und 2008) formulierten sie Richtlinien und Prinzipien für Aufsichtsrats- bzw. Vorstandsmitglieder in Aktiengesellschaften, um deren Professionalität zu steigern. „The American Law Institut“ (ALI) beschäftigte sich ebenfalls mit dieser Thematik und untersuchte Pflichten sowie Verantwortlichkeiten von Vorstandsmitgliedern. In dem Beitrag „Principles of Corporate Governance: Analysis & Recommendations“ wurden Untersuchungsergebnisse veröffentlicht, Erklärungen zu bestehenden Gesetzen gegeben und Vorschläge zu Verbesserungsmöglichkeiten angeführt. Fast gleichzeitig publizierte das „NYSE Corporate Accountability and Listing Standards Committee“ seinen Vorschlag für Corporate Governance Regelungen, die ein Jahr später von der „U.S. Securities and Exchange Commission“ (SEC) bestätigt wurden. Das weltweit größte Business Network „The Conference Board“ setzte sich im Jahr 2003 ebenfalls mit Corporate Governance und der Vorstandsvergütung auseinander. Nach dem Börsenskandal von MCI, einem der weltweit größten Telefongesellschaften im Sommer 2002, wurden im „Breen Report“ umfangreiche Corporate Governance-Empfehlungen für das Unternehmen formuliert. Corporate Governance

für die Investment Branche war Thema des Papers vom „Centre for Financial Market Integrity“. Der „Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund“ (TIAA-CREF) wollte mit seiner Veröffentlichung jene Personen schützen, die ihre Ersparnisse in den Fonds einbezahlt haben. Die New York Stock Exchange gab im Jahr 2010 einen Überblick über wesentliche Entwicklungen im Bereich Corporate Governance und führte anschließend ihre Prinzipien zu dem Thema an.

### **2.1.2.2. Anwendungsbereich**

Zusätzlich zur gesetzlichen Verankerung von Corporate Governance gibt es in den Vereinigten Staaten von Amerika weitere Corporate Governance Regelungen, die in diversen Kodizes enthalten sind. Einer der bedeutendsten Kodizes stammt von der New York Stock Exchange. Die Corporate Governance Regelungen der New York Stock Exchange sind Teil des NYSE Listed Company Manual. Alle Unternehmen, die an der New Yorker Börse gehandelt werden wollen, müssen sich an dieses Manual halten. Die bis auf wenige Ausnahmen verpflichtende Corporate Governance Regelungen sind im Manual Section 303A mit einigen erklärenden Kommentaren niedergeschrieben.<sup>34</sup>

Erleichterungen, die nicht von allen gelisteten Unternehmen angewendet werden müssen, findet man im Manual der NYSE unter 303A.00 Introduction.<sup>35</sup> So müssen z.B. Unternehmen, in denen eine einzelne Person, eine Gruppe oder ein anderes Unternehmen mehr als 50% der Stimmrechte zur Wahl des Vorstandes besitzt, die Regelungen 303A.01, 303A.04 und 303A.05 nicht beachten (siehe Kap. 1.1.2.3. Überblick über die Regelungen). Weiters müssen Unternehmen, die sich gerade in Insolvenz befinden, die Regelungen 303A.01, 303A.04 und 303A.05 nicht beachten. Kleinere Unternehmen müssen sich ebenfalls nicht an alle Regelungen der 303A Corporate Governance Rules halten.<sup>36</sup>

---

<sup>34</sup> *Tricker* (2012), S. 118 – 119

<sup>35</sup> *NYSE* (2013)

<sup>36</sup> *NYSE* (2013), § 303A.00

### 2.1.2.3. Überblick über die Regelungen

Der US-Ansatz zu Corporate Governance wird vor allem von der Tatsache geprägt, dass der Streubesitz von US-börsennotierten Unternehmen sehr groß ist. Aufgrund der Trennung von Management und Eigentum sowie der großen Anzahl von Aktionären ist es dem einzelnen oft nicht möglich, das Management des Unternehmens zu prüfen.<sup>37</sup> Die Regelungen der New York Stock Exchange (NYSE) haben zum Ziel, das Vertrauen der Investoren in das Unternehmen zu stärken, indem sichergestellt wird, dass das Management unabhängig und im Interesse der Aktionäre handelt.<sup>38</sup>

Die soeben dargestellten Richtlinien unterschiedlicher Institutionen haben die Entwicklung des Verständnisses von Corporate Governance in den USA stark geprägt. Die Corporate Governance Regelungen der New York Stock Exchange wurden entsprechend dieser kontinuierlichen Weiterentwicklung regelmäßig adaptiert und angepasst.

Der erste Teil der Corporate Governance Regelungen besteht aus der sogenannten „general application“. Hier wird genau beschrieben, für welche Unternehmen die Regelungen gelten und welche Ausnahmen vorgesehen sind. Das wurde bereits in Kapitel 2.1.2.2 beschrieben.

Eine der wichtigsten Corporate Governance Regelungen der NYSE besagt, dass die Mehrheit der Vorstandsmitglieder unabhängig sein muss (303A.01). Diese Regelung soll dazu führen, dass die Abhängigkeit des Vorstandes verringert wird und weniger Konflikte entstehen.<sup>39</sup> Die Vorstände müssen sich einem sogenannten Unabhängigkeitstest unterziehen, wo festgestellt wird, ob der Vorstand eine materielle Beziehung zum gelisteten Unternehmen hat (303A.02). So gilt der Direktor schon nicht mehr als unabhängig, wenn eine nahestehende Person oder ein Familienmitglied eine materielle Beziehung zum Unternehmen hat. Auch Direktoren, welche in den letzten drei Jahren für das Unternehmen gearbeitet haben, gelten nicht mehr als unabhängig.<sup>40</sup> Vorstandsmitglieder, welche nicht mit Managementaufgaben betraut sind, müssen regelmäßige Meetings abhalten (303A.03). Damit eine offene Diskussion möglich ist,

---

<sup>37</sup> *Greene / Boury* (2003), S. 22

<sup>38</sup> *Barnes et al.* (2004), S. 260

<sup>39</sup> NYSE (2013), § 303A.01

<sup>40</sup> NYSE (2013), § 303A.02

müssen diese Meetings ohne dem Management abgehalten werden.<sup>41</sup> Weiters müssen Unternehmen über ein Corporate Governance Komitee verfügen, welches sich ausschließlich aus unabhängigen Vorstandsmitgliedern zusammensetzt und über eine schriftliche Satzung verfügt (303A.04). Dieses Komitee soll eine Vorreiterrolle zum Thema Corporate Governance in Unternehmen einnehmen.<sup>42</sup> Die Regelung 303A.05 beschäftigt sich mit dem Vergütungskomitee, welches im Laufe dieser Masterarbeit genauer erklärt werden wird. Die gelisteten Firmen müssen außerdem über einen Rechnungsprüfungsausschuss mit mindestens drei unabhängigen Vorstandsmitgliedern verfügen (303A.06 – 303A.07). Dieses Komitee muss, wie auch das Corporate Governance-Komitee, über eine eigene Satzung verfügen.<sup>43</sup> Eine weitere wichtige Regelung der NYSE Corporate Governance Rules besagt, dass Aktionäre ein Mitspracherecht bei eigenkapitalbasierten Vergütungsformen besitzen (303A.08). So müssen alle eigenkapitalbasierten Vergütungsformen durch ein Aktionärsvoting bestätigt werden.<sup>44</sup> Auch über die Arbeitsweise der Vorstände gibt es einige Regelungen. So muss es schriftliche Regelungen zur Führung der Geschäfte und Ethik geben, an die sich alle Vorstandsmitglieder und Mitarbeiter halten müssen.<sup>45</sup> CEOs der gelisteten Unternehmen müssen sich auch jedes Jahr dazu verpflichten, die Listingregeln der NYSE einzuhalten (303A.12).<sup>46</sup>

## **2.2. Großbritannien**

### **2.2.1. Gesetzliche Regelungen**

Im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten von Amerika wurden in Großbritannien die Corporate Governance Regelungen zum Großteil nicht gesetzlich geregelt, sondern auf dem später erklärten Grundsatz des „Comply-or-Explain“ aufgebaut (siehe Kap. 2.2.2.3).<sup>47</sup>

Im Jahr 2002 wurde das Gesetz „Directors‘ Remuneration Report Regulations“ in Großbritannien beschlossen.<sup>48</sup> Dieses Gesetz wurde eingeführt, da die damalige Re-

---

<sup>41</sup> NYSE (2013), § 303A.03

<sup>42</sup> NYSE (2013), § 303A.04

<sup>43</sup> NYSE (2013), § 303A.06 – 303A.07

<sup>44</sup> NYSE (2013), § 303A.08

<sup>45</sup> Tricker (2012), S. 118 – 119

<sup>46</sup> NYSE (2013), § 303A.12

<sup>47</sup> Tricker (2012), S. 23

<sup>48</sup> U.K. Companies Act (2006)

gierung der Meinung war, dass der Greenbury Report, welcher im Jahr 1995 veröffentlicht wurde, die Transparenz, Nachvollziehbarkeit und Performanceabhängigkeit von Vorstandsvergütungen nicht ausreichend schützen kann.<sup>49</sup> Öffentliche Diskussionen über die immer weiter steigenden Vorstandsvergütungen haben auch maßgeblich zur Veröffentlichung dieses Gesetzes beigetragen.<sup>50</sup> Dieses Gesetz fordert einen jährlichen „Directors’ Remuneration Report“ für börsennotierte Gesellschaften.<sup>51</sup> Zusätzlich haben die Aktionäre, ähnlich wie in den Vereinigten Staaten von Amerika, das Recht, über die Vorstandsvergütung abzustimmen. Hierbei handelt es sich um eine nicht-bindende Abstimmung.<sup>52</sup> Eine negative Entscheidung deutet in diesem Fall auf eine Unzufriedenheit mit dem Vergütungssystem des Unternehmens hin.<sup>53</sup>

Der „Directors’ Remuneration Report“ verfolgt drei Hauptziele:<sup>54</sup>

- Steigerung der Transparenz in der Vorstandsvergütung
- Verbesserung der Berichterstattung an die Aktionäre
- Verbesserung der performanceabhängigen Vergütung des Vorstandes

Die Senkung der Vorstandsvergütung ist kein Ziel dieses Gesetzes.<sup>55</sup>

Der „Directors’ Remuneration Report“ muss die Vergütung des Vorstandes und des Managements enthalten. Es sind das gesamte Gehalt, Boni, nicht-finanzielle Vorteile sowie die aktienbasierte Vergütung für jedes Vorstandsmitglied zu veröffentlichen.<sup>56</sup>

Die „Directors Remuneration Regulations“ sind Teil des „Company Acts“. Im Jahr 2006 wurde in Großbritannien eine neue Version dieses Gesetzes eingeführt. Hierbei handelt es sich um ein sehr umfangreiches Gesetz mit über 1.300 Paragraphen. Ein Drittel davon betrifft ausschließlich die Überarbeitung älterer Regelungen. Zusätzlich wurden viele neue Regeln eingeführt. Zum ersten Mal wurden die Rechte und Pflichten von Vorstandsmitgliedern gesetzlich geregelt. So muss z.B. der Vorstand vorrangig im In-

---

<sup>49</sup> Baird / Stowasser (2002), S. 32

<sup>50</sup> Conyon / Sadler (2010), S. 296

<sup>51</sup> Baird / Stowasser (2002), S. 32

<sup>52</sup> Ferri / Maber (2013), S. 1

<sup>53</sup> Conyon / Sadler (2010), S. 298

<sup>54</sup> Deane (2007), S. 12

<sup>55</sup> Deane (2007), S. 12

<sup>56</sup> Baird / Stowasser (2002), S. 33

teresse der Aktionäre handeln, jedoch auch die langfristigen Interessen der Mitarbeiter, Lieferanten, Kunden und der Umwelt beachten. Es wurden zahlreiche neue Paragraphen zur Berichterstattung eingeführt. Diese muss vorausblickend sein und sowohl die Risiken als auch Chancen des Unternehmens behandeln. Börsennotierte Gesellschaften müssen auch Informationen über Umwelt und Mitarbeiter veröffentlichen. Ein wichtiger Teil dieses neuen Gesetzes betrifft die Aktionäre. Das Einwirken auf die Unternehmenspolitik durch Abstimmungen wurde vereinfacht. Auch die Rechte von indirekten Investoren wurden gestärkt, indem diese nun besseren Zugriff zu Unternehmensinformationen bekommen.<sup>57</sup> Dieses Gesetz führte vor allem zu strikteren Regelungen für börsennotierte Gesellschaften. Nicht-börsennotierte Gesellschaften hingegen erhielten dadurch einen größeren Spielraum und mehr Flexibilität.<sup>58</sup>

## **2.2.2. UK Corporate Governance-Kodex**

### **2.2.2.1. Historischer und rechtlicher Hintergrund der Einführung der Regelungen**

Wie auch in vielen anderen Ländern wurde die Entwicklung von Corporate Governance Regelungen vor allem durch Finanzskandale vorangetrieben.<sup>59</sup> Der Vorgänger des heutigen UK Corporate Governance-Kodex wurde im Jahr 1992 vom Cadbury Committee veröffentlicht und trug den Namen Cadbury Report. Damit wurde auf mehrere Skandale (z.B. Kollaps der BCCI Bank sowie des Robert Maxwell Pensionsfonds)<sup>60</sup> reagiert und ein flexibles Corporate Governance System geschaffen.<sup>61</sup> Hier wurde auch erstmals eine Definition des Begriffes Corporate Governance vorgenommen, die noch immer in Verwendung ist: „Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for their companies. The shareholders’ role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place. The responsibilities of the board include setting the company’s strategic aims, providing the leadership to put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship. The board’s actions are subject to

---

<sup>57</sup> *Tricker (2012)*, S. 124 – 125

<sup>58</sup> *Mallin (2012)*, S. 37 – 38

<sup>59</sup> *Mallin (2012)*, S. 27

<sup>60</sup> *Johannesson et al. (2012)*, S. 228

<sup>61</sup> *Clacher et al. (2008)*, S. 3 – 4

laws, regulations and the shareholders in general meeting.”<sup>62</sup> Corporate Governance beschäftigt sich laut dieser Definition mit den Aufgaben des Aufsichtsrates und des Vorstandes eines Unternehmens. Dieser Kodex soll dabei helfen, Unternehmen erfolgreich und nachhaltig zu führen.<sup>63</sup>

Die Empfehlungen des Cadbury Reports wurden von der London Stock Exchange übernommen. Nach dem Grundsatz „Comply-or-Explain“<sup>64</sup> wurden gelistete Unternehmen zur Einhaltung der Regelungen angehalten.<sup>65</sup> Im Jahr 1995 wurde der Greenbury Report über die Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung veröffentlicht. Auch hier waren Skandale (z.B. British Gas) sowie die immer stärker steigenden Managementvergütungen ausschlaggebend für dessen Veröffentlichung.<sup>66</sup> Der Cadbury und der Greenbury Report wurden im Jahr 1998 zum sogenannten Hampel Report zusammengeführt, welcher im Jahr darauf, 1999, vom Turnbull Report aktualisiert wurde.<sup>67</sup>

Als Folge des Enron Skandals und der daraus folgenden Erkenntnis über die ineffiziente Überwachung des nicht-geschäftsführenden Boards wurde der Higgs Report im Jahr 2003 veröffentlicht. Die neuen Regelungen sollten den nicht-geschäftsführenden Mitgliedern des Boards mehr Rechte zur Überwachung geben.<sup>68</sup>

Ab dem Jahr 2003 war das Financial Reporting Council (FRC) für die Aufsicht über die Corporate Governance in Großbritannien verantwortlich. In den Jahren 2005, 2006 und 2008 wurden jeweils einige kleinere Änderungen am kombinierten Corporate Governance-Kodex von Turnbull vorgenommen. Im Jahr 2008 wurde der Kodex an die aktuellen EU Richtlinien angepasst. Auf Grund der globalen Finanzkrise in den Jahren 2008 bis 2009 und dem Zusammenbruch einiger Banken in Großbritannien wurde der Kodex im Jahr 2010 zum UK Corporate Governance Code umbenannt und neu gestaltet.<sup>69</sup> Die neueste Auflage wurde im September 2012 vom Financial Reporting Council veröffentlicht und ist für Rechnungslegungszeiträume, die ab dem 1. Oktober 2012 beginnen, verpflichtend anzuwenden.<sup>70</sup> Diese Ausgabe wird für diese Masterarbeit herangezogen.

---

<sup>62</sup> *Cadbury Report* (1992), § 2.5

<sup>63</sup> *The UK Corporate Governance Code* (2012), S. 1

<sup>64</sup> Begriffserklärung siehe Kap. 2.2.2.3

<sup>65</sup> <http://www.jbs.cam.ac.uk/cadbury/report/> abgerufen am 02.05.2014

<sup>66</sup> *Johannesson et al.* (2012), S. 228

<sup>67</sup> *Dignam* (2007), S. 28

<sup>68</sup> *Dignam* (2007), S. 36

<sup>69</sup> *Johannesson et al.* (2012), S. 228

<sup>70</sup> *The UK Corporate Governance Code* (2012), S. 1 – 2

### **2.2.2.2. Anwendungsbereich**

Der UK Corporate Governance-Kodex ist für alle Unternehmen verpflichtend, die über ein Premium Listing an der London Stock Exchange verfügen, unabhängig davon, ob sie in Großbritannien gegründet wurden oder in einem anderen Land.<sup>71</sup> Für ein Premium Listing an der London Stock Exchange müssen sehr hohe Standards erfüllt werden. Dadurch soll es den Unternehmen möglich sein, die Kapitalkosten zu senken sowie den Zugang zu Investoren zu erhöhen. Ein Premium Listing ist nur für Stammaktien möglich.<sup>72</sup>

### **2.2.2.3. Überblick über die Regelungen**

Der UK Corporate Governance Code besteht aus mehreren Teilen. Die Kapitel „Governance and the Code“, „Preface“ und „Comply-or-Explain“ bilden die Einleitung und erläutern einige wichtige Aspekte des Kodex. Das Kapitel „Comply-or-Explain“ ist sehr wichtig für die weitere Handhabung des Kodizes. Es wird erwartet, dass Unternehmen den vollständigen Kodex akzeptieren und anwenden. Jedoch besteht die Möglichkeit, einzelne Bestimmungen nicht anzuwenden. Sollte dies der Fall sein, muss das Unternehmen eine angemessene Erklärung im jährlichen Geschäftsbericht abgeben, warum diese Bestimmungen nicht erfüllt wurden.<sup>73</sup> Die Nichterfüllung einzelner Bestimmungen zieht keine Konsequenzen nach sich, wenn eine angemessene Erklärung abgegeben wird.<sup>74</sup> Durch diese Comply-or-Explain-Regelungen ist der Kodex nicht starr und kann flexibel genutzt werden. Dadurch kann das Management das optimale Corporate Governance System für sein Unternehmen entwickeln.<sup>75</sup>

Das Kapitel „The Main Principles of the Code“ bildet den Hauptteil des Kodex. Hier werden die Bestimmungen in fünf „sections“ unterteilt. Jeder Teil befasst sich mit einem Hauptteil des Kodex und besteht aus so genannten Haupt-Prinzipien (Main Principles). Diese müssen laut den Listing Regeln der London Stock Exchange erfüllt werden. Hier findet die Comply-or-Explain-Regelung keine Anwendung.

In „Section A: Leadership“ geht es vor allem um die Unternehmensführung. Diese soll auf langfristig orientierten Erfolg ausgerichtet sein. Eine klare Trennung der Aufgaben

---

<sup>71</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, S. 1

<sup>72</sup> *London Stock Exchange (2010)*, S. 8

<sup>73</sup> *Pass (2006)*, S. 468

<sup>74</sup> *Pass (2006)*, S. 469

<sup>75</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, S. 4 – 5

und Verantwortungsbereiche des Aufsichtsrates und Vorstandes soll vorhanden sein. Die Hauptaufgaben des Aufsichtsrates sowie die des Vorstandes werden hier definiert.

In „Section B: Effectiveness“ ist festgelegt, dass das Management über ausreichend Erfahrung, Ausbildung und Wissen zur Unternehmensführung besitzen muss. Des Weiteren muss das Management seinen Aufgaben nachkommen sowie in regelmäßigen Intervallen neu gewählt werden.

„Section C: Accountability“ betrifft die Rechnungslegungspflicht in Unternehmen. Diese sollte fair, transparent und verständlich sein. Weiters muss das Management regelmäßige Risikoanalysen durchführen.

Ein für diese Masterarbeit sehr wichtiges Kapitel im UK Corporate Governance Code ist die „Section D: Remuneration“. Hier geht es um die Vergütung des Managements. Diese soll ausreichend sein, damit das Management das Unternehmen erfolgreich führen kann. Zusätzlich soll ein variabler Anteil enthalten sein.

Das fünfte und letzte Kapitel „Section E: Relations With Shareholders“ befasst sich mit dem Dialog zwischen Management und Aktionären. Hierzu soll die jährliche Generalversammlung genutzt werden.

Am Ende des Kodex befinden sich zwei Anhänge. In „Schedule A: The design of performance-related remuneration for executive directors“ behandelt die Gestaltung von performanceabhängigen Vergütungen für das Management und „Schedule B: Disclosure of corporate governance arrangements“ die Veröffentlichung von Bestimmungen des Corporate Governance-Kodex.<sup>76</sup>

Die gelisteten Unternehmen müssen in ihrem öffentlichen Geschäftsbericht über die Einhaltung des UK Corporate Governance-Kodex Rechenschaft ablegen.<sup>77</sup> Es muss eine Stellungnahme veröffentlicht werden, wie das gelistete Unternehmen die Hauptprinzipien (Main Principles) des UK Corporate Governance Code umgesetzt hat. Weiters muss das gelistete Unternehmen bekanntgeben, ob alle Bestimmungen des UK Corporate Governance Code umgesetzt wurden, und falls nicht, eine Erklärung abgeben, warum bestimmte Bestimmungen nicht umgesetzt wurden.<sup>78</sup>

---

<sup>76</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*

<sup>77</sup> *London Stock Exchange (2010)*, S. 55

<sup>78</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, S. 29

## 2.3. Kanada

### 2.3.1. Gesetzliche Regelungen

In Kanada gibt es kein einheitliches Gesetz für das ganze Bundesgebiet. Die zehn Provinzen sowie drei Territorien entscheiden jeweils selbst über ihre Kapitalmarktgesetze. Nichtsdestotrotz wurde die „Canadian Securities Administrators“ (CSA) gegründet, welche das Ziel hat, die unterschiedlichen gesetzlichen Regelungen zu harmonisieren.<sup>79</sup>

Ähnlich wie in Großbritannien wurde in Kanada vorwiegend der Weg der nicht gesetzlichen Corporate Governance Regelungen eingeschlagen.<sup>80</sup> Dennoch gibt der „Canada Business Corporation Act“ einige Regeln vor. Er basiert auf dem „Dickerson Report“ und betrifft alle Unternehmen, die nach dem Bundesgesetz gegründet wurden und in jedem Bundesstaat tätig sein dürfen. In diesem Gesetz werden unter anderem Regelungen zu den Pflichten und Rechten der Vorstände und Aktionäre festgelegt. Vorstandsmitgliedern dürfen maximal dreimal zur Wahl stehen. Weiters wurde festgelegt, dass die Vorstandsmitglieder im besten Interesse des Unternehmens handeln müssen. Die gewählten Personen müssen über Qualifikationen verfügen, die sie zur Ausübung ihrer Tätigkeit befähigen. Vorstände sind verpflichtet, jede Art von Handel mit unternehmenseigenen Wertpapieren zu veröffentlichen. Dieses Gesetz räumte den Aktionären mehr Rechte ein, wie z.B. das Einberufen außerordentlicher Meetings. Auch Minderheitsaktionäre bekommen mehr Rechte. Durch ein bestimmtes Wahlsystem ist es einfacher, eine Person in den Vorstand zu wählen und dadurch mehr Kontrollmöglichkeiten auszuüben.<sup>81</sup>

---

<sup>79</sup> *Barnes et al.* (2004), S. 261 – 263

<sup>80</sup> *Tricker* (2012), S. 23

<sup>81</sup> *R.S.C. (1985), C. C-44* (2011)

## **2.3.2. Toronto Stock Exchange (TSX) Corporate Governance Guide**

### **2.3.2.1. Historischer und rechtlicher Hintergrund der Einführung der Regelungen**

Das kanadische Corporate Governance System wird stark von den britischen und US-amerikanischen Entwicklungen geprägt. Die zehn Provinzen Kanadas sind sehr aktiv im Bereich Corporate Governance und überschneiden sich hinsichtlich ihrer Regelungen oft. Die Entwicklungen im Bereich Corporate Governance sind vor allem vom hohen Anteil staatlicher Unternehmen und der Rolle des Staates als dominanter Aktionär in Kanada geprägt. Institutionelle Investoren haben ebenfalls einen starken Einfluss auf die Corporate Governance Regelungen. Sie haben die Organisation „The Canadian Coalition for Good Governance“ (CCGG) gegründet und ein Programm zur guten Unternehmensführung entwickelt.<sup>82</sup>

In Kanada hat es im letzten Jahrzehnt zahlreiche Reports und Veröffentlichungen gegeben, die sich mit Corporate Governance beschäftigen:<sup>83</sup>

- Where Were The Directors? Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada (The Toronto Report) December 1994
- Five Years to the Dey June 1999
- Beyond Compliance: Building a Governance Culture (Saucier Report) November 2001
- Corporate Governance Policy - Proposed New Disclosure Requirement and Amended Guidelines 26 March 2002
- Corporate Governance Guideline January 2003
- Corporate Governance: A guide to good disclosure December 2003
- Corporate Governance: Guide to Good Disclosure (January 2006) January 2006

---

<sup>82</sup> Calkoen (2011), S. 34 – 35

<sup>83</sup> [http://www.ecgi.org/codes/all\\_codes.php#Canada](http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php#Canada) abgerufen am 02.05.2014

Der „Toronto Report“ wurde im Dezember 1994 von der Toronto Stock Exchange veröffentlicht. Schon damals mussten sich alle Unternehmen, die an der TSX gelistet waren, an diese Richtlinien halten. Dieser Report setzte sich vor allem mit den Pflichten der Vorstandsmitglieder auseinander und verlangte die Gründung einiger Komitees innerhalb des Vorstandes. So war damals schon die Gründung eines Rechnungsprüfungsausschusses notwendig.<sup>84</sup>

Der Bericht „Five Year to the Dey“ analysierte die ersten Corporate Governance Regelungen der Toronto Stock Exchange, die fünf Jahre zuvor veröffentlicht wurden und beschäftigte sich mit deren Auswirkungen. In Zusammenarbeit mit dem „Institute of Corporate Directors“ wurde dieser Bericht von der Toronto Stock Exchange im Jahr 1999 veröffentlicht. Es handelt sich um eine Studie, die herausfinden sollte, ob sich Unternehmen an die Corporate Governance Regelungen der Toronto Stock Exchange halten und Verbesserungsvorschläge zu diesen Regelungen aufzeigen.<sup>85</sup>

Im Juli 2000 wurde das „Joint Committee on Corporate Governance“ von der Toronto Stock Exchange, der „TSC Venture Exchange“ sowie dem „Canadian Institute of Chartered Accountants“ beauftragt, einen Report über den aktuellen Zustand von Corporate Governance in Kanada zu verfassen und Empfehlungen zur Verbesserung abzugeben. Der Bericht „Beyond Compliance: Building a Governance Culture“ wurde im November 2001 veröffentlicht. Der Saucier Report enthält 15 Empfehlungen, von denen die Mehrzahl Abänderungen der damals aktuellen Corporate Governance Regelungen von der Toronto Stock Exchange darstellen.<sup>86</sup> Diese Empfehlungen wurden im Jahr 2002 durch eine neue Corporate Governance Policy von der Toronto Stock Exchange in die Listing-Voraussetzungen (Sec. 473 und Sec. 475) aufgenommen.<sup>87</sup>

Im Jahr 2003 wurde von der Toronto Stock Exchange eine Corporate Governance Guideline veröffentlicht. Dieser Bericht war dazu gedacht, Unternehmen mehr Informationen über die notwendige Erstellung des jährlichen Corporate Governance Berichtes zur Verfügung zu stellen und den Investoren einen Überblick über die Corporate Governance Regelungen zu geben.<sup>88</sup>

---

<sup>84</sup> Toronto Stock Exchange (1994)

<sup>85</sup> Toronto Stock Exchange / Institute of Corporate Directors (1999)

<sup>86</sup> Joint Committee on Corporate Governance (2001)

<sup>87</sup> Toronto Stock Exchange (2002)

<sup>88</sup> Toronto Stock Exchange (2003)

Im Jahr 2003 wurde ein weiterer Bericht über Corporate Governance veröffentlicht. „The Office of Superintendent of Financial Institutions Canadas“ publizierte Empfehlungen, welche an staatlich regulierte Finanzinstitute gerichtet waren, um die Corporate Governance in diesen Instituten zu verbessern und Misswirtschaft zu verhindern.<sup>89</sup>

Im Jänner 2006 wurden schließlich die aktuell gültigen Corporate Governance Regelungen der Toronto Stock Exchange veröffentlicht, welche bis heute gültig sind.<sup>90</sup>

### **2.3.2.2. Anwendungsbereich**

Unternehmen, die an der Toronto Stock Exchange gelistet sind, müssen sich an die „National Instrument 58-101 Disclosure of Corporate Governance Practices“ halten. Darin spezifizierte Informationen müssen jährlich im Geschäftsbericht veröffentlicht werden.<sup>91</sup> Im Vergleich zu den oben dargelegten Corporate Governance Richtlinien in den USA und in Großbritannien gibt es Kanada keinerlei Ausnahmen von der Bindung an den TSX Corporate Governance Guide. Alle gelisteten Unternehmen, unabhängig von deren Größe, der Verteilung der Stimmrechte oder der Art des Listings müssen die Regelungen einhalten.

Die Toronto Stock Exchange ist die größte Börse Kanadas.<sup>92</sup> Da deren Richtlinien große Bedeutung zugeschrieben werden kann, wird der TSX Corporate Governance Guide dieser Masterarbeit zugrunde gelegt.

### **2.3.2.3. Überblick über die Regelungen**

In Kanada gibt es zwei Dokumente, die zusammen das Corporate Governance Regelwerk bilden. Im „National Instrument 58-101 Disclosure of Corporate Governance Practices (NI 58-101)“ wird festgelegt, wie ein Corporate Governance Berichts veröffentlicht werden muss. Hier wird sehr genau beschrieben, wie dieser auszusehen hat, welche Punkte behandelt und veröffentlicht werden müssen.<sup>93</sup> Im „National Policy 58-201 Corporate Governance Guidelines (NI 58-201)“ werden die Corporate Governance Richtlinien aufgezählt, an die sich börsennotierte Unternehmen halten müssen.<sup>94</sup> So

---

<sup>89</sup> *The Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada (OSFI) (2003)*

<sup>90</sup> *Toronto Stock Exchange (2006)*

<sup>91</sup> *TSX (2013)*, § 472

<sup>92</sup> <http://www.tmx.com/en/> abgerufen am 02.03.2014

<sup>93</sup> *National Instrument 58-101 (2005a)*

<sup>94</sup> *National Policy 58-201 (2005b)*

müssen die Mehrheit der Vorstandsmitglieder sowie der Vorsitzende des Boards unabhängig sein und regelmäßige Meetings ohne die nicht unabhängigen Vorstandsmitglieder abhalten.<sup>95</sup> Im Corporate Governance Bericht muss für jedes Vorstandsmitglied extra festgelegt werden, ob dieses unabhängig ist oder nicht. Weiters muss auch eine Anwesenheitsliste der Vorstandsmitglieder für alle abgehaltenen Meetings veröffentlicht werden.<sup>96</sup>

Der Vorstand muss über einen Auftrag verfügen, der niedergeschrieben wird. Hier werden strategische Ziele sowie Gefahren und deren Gegenmaßnahmen für das Unternehmen festgeschrieben. Auch die jeweiligen Aufgaben der einzelnen Vorstandsmitglieder werden in diesem Schreiben festgelegt.<sup>97</sup> Dieser schriftliche Auftrag muss im Corporate Governance Bericht einmal jährlich veröffentlicht werden.<sup>98</sup> Die Vorstandsleiter sind dafür verantwortlich, dass eine klare Aufgabenbeschreibung sowohl für den Vorsitzenden des Boards als auch für die Vorsitzenden der einzelnen Vorstandskomitees festgelegt wird. Die klare Aufgabenbeschreibung des CEOs wird in Zusammenarbeit mit diesem festgelegt und ebenfalls im Corporate Governance Bericht veröffentlicht.<sup>99</sup>

Für die Arbeitsweise des Vorstandes soll ein sogenannter „Code of Business Conduct and Ethics“ festgelegt werden, an den sich alle Vorstandsmitglieder und Mitarbeiter des Unternehmens halten müssen und dessen Einhaltung vom Vorstand regelmäßig überprüft werden muss.<sup>100</sup> Die benötigten Qualifikationen sowie der Bewerbungsprozess für neue Vorstandsmitglieder müssen genau geregelt werden. So muss das Unternehmen über ein Nominierungskomitee verfügen, das ausschließlich aus unabhängigen Vorstandsleitern besteht und für die Auswahl neuer Vorstandsmitglieder verantwortlich ist. Dieses Komitee muss über eine schriftliche Charter verfügen, welche die Aufgaben des Komitees genau festlegt.<sup>101</sup> Außerdem muss der Vorstand über ein Vergütungskomitee, bestehend aus unabhängigen Vorstandsmitgliedern, verfügen. Die Aufgaben und Pflichten dieses Komitees müssen ebenfalls in einem schriftlichen Auftrag festgelegt werden.<sup>102</sup>

---

<sup>95</sup> *National Policy 58-201 (2005b)*, § 2.1 - 3.3

<sup>96</sup> *National Instrument 58-101 (2005a)*, § 1.

<sup>97</sup> *National Policy 58-201 (2005b)*, § 3.2

<sup>98</sup> *National Instrument 58-101 (2005a)*, § 2.

<sup>99</sup> *National Policy 58-201 (2005b)*, § 3.5 & *National Instrument 58-101 (2005a)*, § 3.

<sup>100</sup> *National Policy 58-201 (2005b)*, § 3.8 - 3.9

<sup>101</sup> *National Policy 58-201 (2005b)*, § 3.10 - 3.14

<sup>102</sup> *National Policy 58-201 (2005b)*, § 3.15 - 3.17

Wie auch in den zuvor erläuterten Regelungen der Vereinigten Staaten von Amerika und Großbritannien, muss der Vorstand über ein Rechnungsprüfungskomitee verfügen, das ebenfalls in einer Charter die Aufgaben und Pflichten des Komitees niedergeschrieben hat.<sup>103</sup>

Die Toronto Stock Exchange überwacht die Einhaltung der Corporate Governance Regelungen. Sollte ein Unternehmen diesen Regelungen nicht nachkommen, kann es im schlimmsten Fall zu einem De-Listing des Unternehmens kommen.<sup>104</sup>

## **2.4. Zusammenfassender Vergleich**

In den USA stellen der Sarbanes-Oxley Act (SOX) und der „The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act“ die gesetzliche Verankerung der Corporate Governance Regeln dar. Der „Sarbanes-Oxley Act“ wurde im Jahr 2002 ratifiziert und beinhaltet die Verpflichtung zur Einführung von Überwachungsorganen, die Verschärfung des Risikomanagements sowie die Ausweitung der Berichterstattung. Der acht Jahre später eingeführte „Dodd-Frank Act“ brachte mehr Transparenz und bildete die Grundlage für Say-on-Pay-Regelungen. Die Corporate Governance Regelungen der New York Stock Exchange bilden zusammen mit den Corporate Governance Richtlinien unterschiedlicher Institutionen (u.a. The Business Roundtable, NACD) eine Ergänzung zu den gesetzlich verankerten Regelungen. Mit dem Ziel, die Interessen der Aktionäre verstärkt zu wahren, beinhalten sie Richtlinien, die die Unabhängigkeit der Vorstandsmitglieder, die Bildung eines Corporate Governance Komitees, das Mitspracherecht der Aktionäre und ähnliches betreffen.

Die „Directors‘ Remuneration Report Regulations“ stellen die gesetzliche Grundlage in Großbritannien dar. Sie sind Teil des „Company Acts“ und verfolgen eine Verbesserung von Transparenz, Berichterstattung und der Gestaltung der performanceabhängigen Vergütung des Vorstandes. Das Gesetz verpflichtet zur jährlichen Veröffentlichung eines „Directors‘ Remuneration Reports“, der die Vergütung des Vorstandes offenlegt. Die neu überarbeitete Version des „UK Corporate Governance Code“ wurde im Jahr 2012 vom Financial Reporting Council veröffentlicht. Der Kodex gibt Richtlinien zu Unternehmensführung, Rechnungslegungspflicht, Managementvergütung und dem

---

<sup>103</sup> *National Instrument 58-101 (2005a)*

<sup>104</sup> *TSX (2013), § 472*

Dialog mit Aktionären vor. Durch die „Comply-or-Explain“ Regelung kann, durch Abgabe einer entsprechenden Erklärung, die Anwendung einzelner Bestimmungen umgangen werden. Somit ist es für jedes Unternehmen möglich, ein individuelles Corporate Governance System zu entwickeln.

In Kanada bildet der „Canada Business Corporations Act“ die gesetzliche Grundlage zu Corporate Governance und legt Rechte sowie Pflichten von Vorstandsmitgliedern und Aktionären fest. Die Toronto Stock Exchange gibt mit den „National Instrument 58-101 Disclosure of Corporate Governance Practices“ und den „National Policy 58-201 Corporate Governance Guidelines“ zusätzliche, nicht gesetzliche Richtlinien vor. Darin werden die Unabhängigkeit der Vorstandsmitglieder, die Aufgaben sowie Vorschriften zur Arbeitsweise behandelt.

Obwohl Corporate Governance in den drei Ländern sehr ähnlich verstanden wird, gibt es doch große Unterschiede in der Art der Regelung. In den Vereinigten Staaten von Amerika sind die Regelungen in wesentlichem Ausmaße gesetzlich verankert. In Großbritannien und in Kanada hingegen sind die Corporate Governance Grundlagen vorwiegend in Kodizes niedergeschrieben.

Die Regelungen gelten in allen drei Ländern für börsennotierte Unternehmen. So ist es überall verpflichtend, dass der Vorstand einen Vergütungs-, und Rechnungsprüfungsausschuss aus unabhängigen Vorstandsmitgliedern gründet. Es muss die Mehrheit der Vorstandsmitglieder unabhängig sein und darf in keiner materiellen Beziehung zum Unternehmen stehen. Bei den Regelungen zur Vergütung gibt es zahlreiche Unterschiede, auf die im Laufe dieser Masterarbeit genauer eingegangen wird.

## **3. Verantwortlichkeit für die Politik der Vorstandsvergütung**

### **3.1. Vereinigte Staaten von Amerika**

#### **3.1.1. Regelungen zur Verantwortlichkeit für die Politik der Vorstandsvergütung**

##### **3.1.1.1. Gesetzliche Regelungen**

Bei den möglichen Boardstrukturen einer Aktiengesellschaft kann man zwischen einem einstufigen System (monoistischen, one-tier-board, unitary board) und einem zweistufigen System (dualistisches two-tier-board) unterscheiden. In den Vereinigten Staaten von Amerika gilt das einstufige System. In diesem System gibt es nur einen Verwaltungsrat (Board of Directors). Dieser besteht in der Regel aus geschäftsführenden (executive oder inside-directors) und nicht-geschäftsführenden (non-executive- oder outside-directors) Direktoren.<sup>105</sup> Im Durchschnitt üben ein bis zwei Mitglieder geschäftsführende Tätigkeiten aus. Die Zahl der nicht-geschäftsführenden Direktoren übersteigt die Zahl der geschäftsführenden um das Drei- bis Vierfache.<sup>106</sup> Das einstufige Board ist für alle Unternehmensaktivitäten verantwortlich und alle Direktoren versuchen, dasselbe Ziel zu erreichen. Sie werden von den Aktionären bei der jährlichen Generalversammlung gewählt.<sup>107</sup>

§ 951 (10c) des „Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act“ verlangt, dass Unternehmen einen Vergütungsausschuss im Board of Directors bilden, der für die Managementvergütung verantwortlich ist. Es muss darauf geachtet werden, dass jedes Mitglied des Vergütungsausschusses ein unabhängiges Mitglied des Board of Directors ist. Zur Beurteilung der Unabhängigkeit müssen die Quelle der Vergütung sowie etwaige Verbindungen mit dem Emittenten berücksichtigt werden.<sup>108</sup> Sollte sich der Vergütungsausschuss der Hilfe von Consultants oder Beratern bedienen, muss auch deren Unabhängigkeit geprüft werden. Außerdem sollte der Vergütungsaus-

---

<sup>105</sup> *Tricker* (2012), S. 48 – 55

<sup>106</sup> *Tricker* (2012), S. 48 – 55

<sup>107</sup> *Mallin* (2012), S. 165 – 166

<sup>108</sup> *DFAct* (2010), § 952 (10c)

schuss für die Bestellung, Bezahlung und Kontrolle der Consultants bzw. Berater verantwortlich sein.<sup>109</sup> Die SEC ist in der Lage, im Falle der Nichteinhaltung dieser Regelungen das Listing von eigenkapitalbasierten Wertpapieren der jeweiligen Unternehmen zu verbieten.<sup>110</sup>

Neben dem Board of Directors und dem Vergütungsausschuss kann auch den Aktionären eine Mitverantwortung zur Festlegung der Vorstandsverfügung zukommen. In welcher Form diese Verantwortung besteht, wird in sogenannten Say-on-Pay Richtlinien festgelegt. Say-on-Pay gibt Aktionären das Recht, bei der jährlichen Hauptversammlung über die Vorstandsvergütung abzustimmen.<sup>111</sup>

Im April 2007 hat das „United States House of Representatives“ erstmals ein Gesetz verabschiedet, das die Einführung von nicht-bindenden Aktionärsabstimmungen über Managementgehälter zur Folge haben sollte. Der Senat lehnte die Regelung zu diesem Zeitpunkt jedoch ab.<sup>112</sup> Erst drei Jahre später, im Juli 2010, kam es im Rahmen des „Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010“ zur gesetzlichen Verankerung von Say-on-Pay in den USA.<sup>113</sup>

Dieses Gesetz forderte die Abhaltung von nicht-bindenden Aktionärsabstimmungen über Managementgehältern, die zumindest einmal innerhalb von drei Jahren bei der Hauptversammlung abgehalten werden müssen. Wie oft tatsächlich abgestimmt wird, entscheiden die Aktionäre im Rahmen eines „frequency vote“ einmal in sechs Jahren. Zusätzlich wurde die Verpflichtung zur Abstimmung über „Golden Parachute“-Vergütungen<sup>114</sup> eingeführt.<sup>115</sup>

---

<sup>109</sup> *DFAc* (2010), § 951 (10c)

<sup>110</sup> *DFAc* (2010), § 951 (10c)

<sup>111</sup> *Cai et al.* (2010), S. 20

<sup>112</sup> *Hemphill / Lillevik* (2009), S. 106

<sup>113</sup> *Wagner / Wenk* (2011), S. 1

<sup>114</sup> Vergütungen im Falle einer vorzeitigen Vertragsauflösung im Zuge einer Unternehmensübernahme.

<sup>115</sup> *DFAc* (2010), § 951 (14a)

### 3.1.1.2. Corporate Governance Regelungen

Die Corporate Governance Regelungen der NYSE verpflichten gelistete Unternehmen zur Errichtung eines Vergütungskomitees, welches nur aus unabhängigen Direktoren bestehen darf.<sup>116</sup> Dessen Mitglieder müssen über die notwendigen Fähigkeiten verfügen, die zur ordnungsgemäßen Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlich sind.<sup>117</sup> Zusätzlich kann das Board bei Bedarf entscheiden, weiteren unabhängigen Direktoren, welche nicht im Vergütungskomitee sitzen, ein Mitspracherecht über die CEO-Vergütung einzuräumen. Außerdem können Dienste von Beratern in Anspruch genommen werden, sofern dies für die ordentliche Erfüllung der Aufgaben notwendig ist.<sup>118</sup>

Die Unabhängigkeit der Direktoren ist ein wesentlicher Punkt in der Corporate Governance und muss unbedingt gewahrt sein. Ein Direktor gilt dann als unabhängig, wenn das Board festgestellt hat, dass keine materielle Beziehung zum gelisteten Unternehmen vorliegt. Außerdem darf weder der Direktor noch ein Familienmitglied des Direktors in den vorangegangenen drei Jahren

- beim gelisteten Unternehmen angestellt gewesen sein,
- mehr als 120.000 \$ direkte Vergütung innerhalb eines Jahres außerhalb seiner Boardtätigkeiten bekommen haben, oder
- Partner, Angestellter oder Familienmitglied eines Partners oder Angestellten des Revisors gewesen sein.<sup>119</sup>

Für Direktoren, die im Vergütungskomitee sitzen, gelten die oben genannten Regelungen auch in Hinblick auf verbundene Unternehmen oder Tochtergesellschaften.<sup>120</sup> Gelistete Unternehmen, welche sich gerade in Insolvenz befinden oder als abhängige Unternehmen gelten, müssen nur einen unabhängigen Direktor im Vergütungskomitee haben.<sup>121</sup>

---

<sup>116</sup> NYSE (2013), § 303A.05 (a)

<sup>117</sup> NYSE (2013), § 303A.09 (a)

<sup>118</sup> NYSE (2013), § 303A.05 (b) (iii)

<sup>119</sup> NYSE (2013), § 303A.02

<sup>120</sup> NYSE (2013), § 303A.02 (ii)

<sup>121</sup> NYSE (2013), § 303A.00

Das Vergütungskomitee muss eine schriftliche Charter aufweisen, die die Aufgaben und Verantwortlichkeiten des Komitees enthält. In dieser Charter muss festgelegt werden, dass das Vergütungskomitee für die Zielsetzung sowie für die spätere Überprüfung der Ziele, welche für die Vergütung des Top-Management von Bedeutung sind, zuständig ist. Die Höhe der Vergütung wird ebenfalls vom Vergütungskomitee bestimmt. Bei der Gewährung von Boni oder eigenkapitalbasierten Vergütungsbestandteilen ist die Zustimmung des gesamten Board of Directors erforderlich. Hier gibt das Vergütungskomitee lediglich Empfehlungen ab.<sup>122</sup> Der Zuständigkeitsbereich des Komitees umfasst weiters die Bestellung, Bezahlung sowie für die Aufsicht der Berater. Außerdem muss es dafür sorgen, dass diese in keiner Verbindung mit dem Management oder dem Vergütungskomitee stehen. Berater dürfen keine anderen Leistungen für das Unternehmen erbringen und verrechnen, keine Aktien des zu beratenden Unternehmens halten und keine Beratung zur Vergütung von Personen abgeben, deren Einstellung sie empfohlen haben.<sup>123</sup> Darüber hinaus muss die Charter die Namen und Qualifikationen sowie die Struktur und Tätigkeiten des Komitees enthalten. Die vollständige Charter muss auf der Homepage des gelisteten Unternehmens veröffentlicht werden. Außerdem ist das Komitee dazu verpflichtet, sich einer jährlichen externen Leistungsbeurteilung zu unterziehen.<sup>124</sup>

Die Corporate Governance Regelungen der NYSE sehen ein Mitspracherecht für Aktionäre zu allen eigenkapitalbasierten Vergütungen vor. Um eine eigenkapitalbasierte Vergütung handelt es sich dann, wenn das Management, die Direktoren oder andere Angestellte Eigenkapitalpapiere als Vergütung vom gelisteten Unternehmen erhalten. Das Mitspracherecht soll dazu führen, dass sich die Interessen der Aktionäre und die des Managements gegenseitig anpassen.<sup>125</sup>

---

<sup>122</sup> NYSE (2013), § 303A.05 (b)

<sup>123</sup> NYSE (2013), § 303A.05 (c)

<sup>124</sup> NYSE (2013), § 303A.05 (b) (ii)

<sup>125</sup> NYSE (2013), § 303A.08

### 3.1.2. Empirische Befunde zur Verantwortlichkeit für die Politik der Vorstandsvergütung

Die Literaturrecherche zeigt, dass sich viele wissenschaftliche Studien mit dem Mitspracherecht der Aktionäre beschäftigen. Nach einer Untersuchung des CFA Institutes „Centre for Financial Market Integrity“, befürworten 72% der amerikanischen Bevölkerung ein Mitspracherecht der Aktionäre. 25% möchten dies in Form einer gesetzlichen Regelung, während die Mehrheit der US-Amerikaner eine unverbindliche Marktregelung bevorzugt.<sup>126</sup>

Cai und Walking (2011) stellten fest, dass Unternehmen mit sehr hohen Managementgehältern sehr positiv auf die Ankündigung über die Einführung eines Mitspracherechts für Aktionäre im April 2007 reagierten. Meldungen darüber, dass Gewerkschaften Aktionärsabstimmungen befürworten, führten zu negativen Auswirkungen auf die Unternehmensergebnisse. Außerdem war die Unterstützung der Aktionäre für Anträge, die von Gewerkschaftsseite kamen, geringer.<sup>127</sup>

Im Zuge der Diskussion über die Einführung von umfassenderen Mitbestimmungsrechten für Aktionäre wurden auch kritische Stimmen unterschiedlicher Stakeholder laut. Einige Kritiker sehen die Effizienz der bestehenden Regelungen zu Vorstandsvergütungen gefährdet.<sup>128</sup> Die neuen Regelungen verpflichten alle Unternehmen, Say-on-Pay Abstimmungen bei den Jahreshauptversammlungen abzuhalten. Davon sind auch jene Firmen betroffen, die über effiziente Vergütungsprogramme verfügen. Das führt dazu, dass sich sowohl Aktionäre als auch Direktoren intensiv mit den neuen Regelungen auseinandersetzen müssen, unabhängig davon, wie gut ihr bestehendes System ist.<sup>129</sup>

Es besteht die Befürchtung, dass die Einführung von Say-on-Pay aufgrund der Einschränkungen des Boards suboptimale Gehaltspakete zur Folge hat.<sup>130</sup> Es wird vermutet, dass die Regelungen die Vergleichbarkeit von unterschiedlichen Vergütungssystemen erleichtert und dadurch CEOs bessere Argumente geliefert werden, die sie bei Verhandlungen heranziehen können, wenn ihr Gehalt unter dem Durchschnitt liegt.

---

<sup>126</sup> *Institutional Shareholder Services* (2007), S. 6

<sup>127</sup> *Cai / Walking* (2011)

<sup>128</sup> *Cai / Walking* (2011), S. 300

<sup>129</sup> *Kaplan* (2008), S. 18

<sup>130</sup> *Hemphill / Lillevik* (2009), S. 112

Auf diese Weise können die neuen Richtlinien zur Offenlegung sogar zu einem Anstieg der Vorstandsvergütungen führen.<sup>131</sup> In diesem Zusammenhang wird auf den Anstieg der Vergütungen hingewiesen, der trotz der neuen Regelungen im Jahr 2004 11% im Vergleich zum Vorjahr bzw. im Jahr 2006 sogar 13% beträgt.<sup>132</sup>

Kritiker sehen mit der Einführung bindender Aktionärsabstimmungen die Autorität des Boards und des Managements gefährdet und befürchten als Folge eine Machtverschiebung vom Board bzw. Management weg hin zu den Aktionären. Es besteht auch die Gefahr, dass kleine Aktionärsgruppen die neuen Abstimmungsrechte zur Durchsetzung bestimmter Interessen missbrauchen, die in keinem Zusammenhang mit den Vergütungssystemen stehen. Weiters wird argumentiert, dass andere Stakeholder die zusätzlichen Einflussmöglichkeiten der Aktionäre fürchten und folglich auf weitere Investitionen verzichten. Bestehende Corporate Governance Systeme werden in den meisten Unternehmen als sehr effizient bezeichnet und es wird kein Grund für eine Änderung dieser funktionierenden Regelungen gesehen, nur um die Vergütungssysteme des Managements besser beeinflussen zu können.<sup>133</sup> In Hinblick auf nicht-bindende Aktionärsabstimmungen besteht die Gefahr, dass deren Ergebnisse ignoriert werden. Es kann auch dazu führen, dass das Board lückenhafte Vergütungspläne zur Abstimmung vorlegt, um dadurch sehr schnell die Zustimmung unzureichend informierter Aktionäre zu erlangen.<sup>134</sup>

Auch über Vergütungskomitees und deren Auswirkungen gibt es zahlreiche Studien. Conyon und He testeten in ihrer Studie die Effektivität von Vergütungskomitees anhand von 455 US-Unternehmen, welche im Jahr 1999 an die Börse gingen. Die Einführung eines Vergütungskomitees hat dazu geführt, dass die Höhe der CEO-Vergütung zurückging und der eigenkapitalbasierte Anteil der Vergütung anstieg, wenn ein signifikanter Aktionär im Vergütungskomitee vertreten war. Weiters wurde herausgefunden, dass Unternehmen, in denen die Mitglieder des Vergütungskomitees hoch bezahlt waren, auch über hohe Managementgehälter mit einem eher kleinen leistungsabhängigen Anteil verfügten.<sup>135</sup>

---

<sup>131</sup> *Institutional Shareholder Services* (2007), S. 12

<sup>132</sup> *Institutional Shareholder Services* (2007), S. 12

<sup>133</sup> *Wagner / Wenk* (2011), S. 2

<sup>134</sup> *Ferri / Maber* (2013), S. 1

<sup>135</sup> *Conyon / He* (2004)

In einer anderen Studie von Conyon wurden Unternehmen des S&P 500 in den Jahren 1998 bis 2003 untersucht. Sie kamen zu dem Schluss, dass obwohl die Vergütungskomitees immer unabhängiger wurden, die Managementvergütung signifikant anstieg. Diese Entwicklung lag auch daran, dass der eigenkapitalbasierte Anteil der Vergütung größer wurde. Die Vergütung des Managements war dadurch stärker vom Aktienkurs des Unternehmens abhängig. Das bedeutet, dass Direktoren verbundener Unternehmen, welche im Vergütungskomitee einen Sitz haben, nicht grundsätzlich über eine höhere Managementvergütung verfügen müssen. Eine hohe Managementvergütung an sich ist auch kein Beweis für ineffiziente Verträge. Die Höhe der Vergütung könnte auch nur den Beschäftigtenmarkt widerspiegeln und dazu dienen, geeignete CEOs zu holen.<sup>136</sup>

## **3.2. Großbritannien**

### **3.2.1. Regelungen zur Verantwortlichkeit für die Politik der Vorstandsvergütung**

#### **3.2.1.1. Gesetzliche Regelungen**

In Großbritannien gilt wie in den USA das einstufige Boardsystem.<sup>137</sup> Ähnlich wie in den Vereinigten Staaten von Amerika besteht das Board aus einem Großteil nicht-geschäftsführender Direktoren. Anders als in den Vereinigten Staaten von Amerika sind in Großbritannien die Posten des CEOs und des Vorsitzendes des Boards meistens getrennt und nicht in einer Person vereint. Das durchschnittliche Board besteht aus zwölf Direktoren.<sup>138</sup>

Die Rechte und Pflichten der Direktoren sind im „UK Company Act 2006“ genau festgelegt. In Section 170-177 werden die Rechte und Pflichten der Direktoren beschrieben. Bei diesen Aufzählungen handelt es sich um nicht genau formulierte Rechte und Pflichten, die Raum für Interpretationen offen lassen. In der Theorie gelten diese Regelungen sowohl für geschäftsführende als auch für nicht-geschäftsführende Direktoren gleichermaßen. In der Praxis werden die Rechte und Pflichten der Direktoren jedoch von Fall zu Fall unterschiedlich sein.<sup>139</sup>

---

<sup>136</sup> Conyon (2006), S. 36 – 40

<sup>137</sup> Mallin (2012), S. 165 – 166

<sup>138</sup> Tricker (2012), S. 52 – 54

<sup>139</sup> Branson / Clarke (2012), S. 121 – 124

Das Gesetz verpflichtet Unternehmen mit Sitz in Großbritannien, die dort, in anderen Ländern des Europäischen Wirtschaftsraums, an der New York Stock Exchange oder an der NASDAQ gelistet sind, zur Erstellung eines jährlichen „Directors’ Remuneration Report“. Darin müssen alle Gehälter, Boni, Sachleistungen sowie Regelungen zu Aktien und Optionsscheinen dargestellt werden. Die Verpflichtung zur Erstellung dieses Berichtes liegt bei den Direktoren des gelisteten Unternehmens.<sup>140</sup> Daraus lässt sich ihre Verantwortung für die Vergütungspolitik ableiten. Andere konkrete Aussagen bzw. Hinweise auf die Zuständigkeit des Boards sind nicht vorhanden.

Wie in den Vereinigten Staaten von Amerika haben auch in Großbritannien Aktionäre die Möglichkeit, ihre Meinung über die Vorstandsvergütung kundzugeben. Großbritannien war das erste Land weltweit, in dem mit den „Directors’ Remuneration Report Regulations 2002“ Say-on-Pay-Regelungen eingeführt wurden.<sup>141</sup> Dadurch wurde auf den öffentlichen Aufruhr wegen ansteigender Managementgehälter reagiert.<sup>142</sup> Aktionäre haben das Recht, bei der jährlichen Generalversammlung über den „Directors’ Remuneration Report“ abzustimmen. Diese Abstimmungen haben eine nicht-bindende Wirkung.<sup>143</sup> Obwohl eine mehrheitliche Ablehnung des Reports die Unzufriedenheit der Aktionäre mit dem Vergütungssystem zeigt, muss das nicht zwingend eine Änderung der Vorstandsvergütung zur Folge haben.<sup>144</sup>

### **3.2.1.2. Corporate Governance Regelungen**

Im Vergleich zu den gesetzlichen Regelungen enthält der UK Corporate Governance Code konkretere Richtlinien zur Verantwortlichkeit der Vorstandsvergütung.

Nach der verpflichtenden Regelung D.2 des UK Corporate Governance Code muss es ein formelles und transparentes Verfahren zur Festlegung der Politik sowie der einzelnen Vergütungspakete geben.<sup>145</sup> Es muss ein Vergütungskomitee gegründet werden, welches aus mindestens drei unabhängigen, nicht-geschäftsführenden Direktoren besteht. Bei kleinen Firmen kann das Vergütungskomitee auch aus nur zwei unabhängigen, nicht-geschäftsführenden Direktoren bestehen. Der Vorsitzende des Boards des

---

<sup>140</sup> *U.K. Companies Act (2006)*, § 420

<sup>141</sup> *Deane (2007)*, S. 12

<sup>142</sup> *Conyon / Sadler (2010)*, S. 296

<sup>143</sup> *Ferri / Maber (2013)*, S. 1

<sup>144</sup> *Conyon / Sadler (2010)*, S. 298

<sup>145</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.2

gelisteten Unternehmens darf zwar Mitglied, jedoch nicht Vorsitzender des Vergütungskomitees sein.<sup>146</sup> Bei der Festlegung der eigenen Vergütung darf der betroffene Direktor nicht mitstimmen.<sup>147</sup>

Ein Direktor gilt dann als unabhängig, wenn es keine Beziehungen oder Umstände gibt, welche dazu führen könnten, dass das Urteilsvermögen des Direktors beeinträchtigt wird. Das Board ist dafür zuständig, die Unabhängigkeit eines Direktors festzustellen. Damit diese gegeben ist, sollten vor allem folgende Umstände zutreffen:<sup>148</sup>

- Der Direktor sollte in den letzten fünf Jahren weder im gelisteten Unternehmen oder in der Unternehmensgruppe angestellt gewesen sein.
- Der Direktor sollte in den letzten drei Jahren weder direkt, noch als Partner, Aktionär, Direktor oder als Mitglied der Geschäftsleitung eine materielle Wirtschaftsbeziehung zum Unternehmen oder zu anderen Gesellschaften, welche so eine Beziehung zum gelisteten Unternehmen besitzen, haben.
- Weiters sollte der Direktor, abgesehen von seiner Vergütung als Direktor, keine zusätzlichen Vergütungen vom gelisteten Unternehmen erhalten.
- Der Direktor sollte über keine familiären Beziehungen zu Beratern, Direktoren oder Mitgliedern der Geschäftsleitung des gelisteten Unternehmens verfügen.
- Außerdem sollte der Direktor keine Kreuzverbindungen zu anderen Direktoren pflegen, einen signifikanten Aktionär repräsentieren oder länger als neun Jahre Mitglied des Boards sein.

Das Komitee muss seine Aufgaben und Pflichten, welche es vom Board übertragen bekommen hat, veröffentlichen.<sup>149</sup> Das Vergütungskomitee besitzt die Verantwortung, die Vergütung aller geschäftsführenden Direktoren sowie die des Vorsitzenden des Boards, inklusive zukünftiger Unternehmenspensionen und anderer Gehaltsbestandteile festzulegen. Außerdem sollte das Komitee die Vergütung der Geschäftsführung empfehlen und überwachen. Welche Personen zur Geschäftsführung zählen, wird vom

---

<sup>146</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.2.1

<sup>147</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.2

<sup>148</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § B.1.1

<sup>149</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.2.1

Board festgelegt. Üblicherweise ist die erste Berichtsebene unterhalb des Boards betroffen. Das Vergütungskomitee kann bei seinen Vorschlägen zur Vergütung der einzelnen Direktoren den Vorsitzenden des Boards befragen.<sup>150</sup> Die Vergütung der nicht-geschäftsführenden Direktoren wird vom Board bzw. von den Aktionären festgelegt, wenn dies in der Satzung niedergeschrieben ist. Das Board kann diese Aufgabe auch an ein Komitee übertragen. Dies muss jedoch explizit in der Satzung des Unternehmens festgelegt worden sein.<sup>151</sup>

Die Mitglieder des Vergütungskomitees müssen über die notwendigen Fähigkeiten und Erfahrungen verfügen, um die Aufgaben ordnungsgemäß erfüllen zu können. Grundsätzlich dürfen nur der Vorsitzende und die Mitglieder des Vergütungskomitees bei Sitzungen anwesend sein. Andere Personen müssen vom Komitee offiziell eingeladen werden. Bei dieser Regelung handelt es sich um eine verpflichtende Regelung.<sup>152</sup>

Das Komitee muss außerdem über genügend Ressourcen verfügen, um die Aufgaben und Pflichten erfüllen zu können. Das beinhaltet auch die Möglichkeit, auf Berater zurückgreifen zu können, wenn es von den Direktoren als notwendig erachtet wird.<sup>153</sup> Hinzugezogene Berater müssen im jährlichen Geschäftsbericht genannt und vorhandene Verbindungen mit dem Unternehmen veröffentlicht werden.<sup>154</sup> Weiters muss sich das Vergütungskomitee einmal jährlich einer formellen internen Leistungsüberprüfung stellen.<sup>155</sup> Innerhalb eines Zeitraumes von drei Jahren sollte mindestens einmal eine externe Leistungsüberprüfung stattfinden. Die externen Revisoren müssen im jährlichen Geschäftsbericht namentlich genannt werden und einen Bericht über ihre Prüfungstätigkeiten veröffentlichen.<sup>156</sup>

Ähnlich wie in den Corporate Governance Regelungen der NSYE sollten die Aktionäre ein Mitspracherecht bei neuen und signifikanten Veränderungen der langfristigen Bonusvergütungen erhalten.<sup>157</sup>

---

<sup>150</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.2.2

<sup>151</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.2.3

<sup>152</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § B.1

<sup>153</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § B. 5.1

<sup>154</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.2.1

<sup>155</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § B.6

<sup>156</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § B.6.2

<sup>157</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.2.4

### 3.2.2. Empirische Befunde zur Verantwortlichkeit für die Politik der Vorstandsvergütung

Zahlreiche Studien beschäftigen sich mit dem Mitspracherecht der Aktionäre zur Vorstandsvergütung, wie die folgenden Ausführungen zeigen werden. Im Vergleich dazu ist die Anzahl der Untersuchungen über die Auswirkungen von Vergütungskomitees sehr gering.

Balachandran, Ferri & Maber untersuchten im Jahr 2007 die Auswirkungen des neu eingeführten Mitspracherechts von Aktionären auf die CEO Gehälter. Die Ergebnisse der empirischen Studie waren sehr überraschend. Obwohl die Aktionärsabstimmungen nicht-bindend waren, zeigte sich ein Anstieg der Sensibilität gegenüber CEO-Vergütung bei negativer Performance bzw. schlechter Entwicklung des Aktienkurses. Die neuen Regelungen reduzierten die „pay-for-failure policy“, sprich die Vergütung von schlechten Leistungen.<sup>158</sup>

Im Jahr 2009 veröffentlichte Alissa eine weitere Studie, die zeigte, dass sich die Unzufriedenheit der Aktionäre mit hohen Managementgehältern in den Abstimmungsergebnissen widerspiegelt. Es wurde auch bewiesen, dass das Board darauf reagiert und die CEO-Vergütung als Reaktion auf negative Abstimmungsergebnisse senkte oder das Management entließ.<sup>159</sup>

Die dritte Studie, die hier dargelegt wird, stammt von Carter und Zamora aus dem Jahr 2009 und untersuchte die Beziehung zwischen Aktionärsabstimmungen und Managementvergütungen in Großbritannien. Die Ergebnisse zeigten, dass es bei einer hohen Anzahl an ablehnenden Stimmen zu einem weniger starken Anstieg der Vergütung sowie zu geringerer Verwässerung der Beteiligungen kommt. In Unternehmen mit besonders negativen Abstimmungsergebnissen kam es zu einer stärkeren performanceorientierten Vergütung.<sup>160</sup>

“Say-on-Pay Votes and CEO Compensation. Evidence from the UK” ist der Titel einer empirischen Studie von Ferri und Maber, die im Jahr 2011 publiziert wurde. Das Ziel lag in der Untersuchung der Auswirkungen von nicht-bindenden Aktionärsabstimmun-

---

<sup>158</sup> Balachandran et al. (2007)

<sup>159</sup> Alissa (2009)

<sup>160</sup> Carter / Zamora (2007)

gen über Managementgehälter, Shareholder Value und Vergütungssysteme. Die Ergebnisse zeigten, dass die Vergütung von schlechten Leistungen („pay-for-failure policy“) aufgrund von negativen Aktionärsabstimmungen abgeschafft wurde. Die starke Ablehnung der Vergütungspläne seitens der Aktionäre bei Unternehmen mit sehr hohen CEO Gehältern führte zu starken Reaktionen im Falle schlechter Performance.<sup>161</sup>

Der Anteil an ablehnenden und sich enthaltenden Stimmen bei Abstimmungen zur Vergütungspolitik war grundsätzlich sehr gering. Der Median dieser Stimmen betrug in Großbritannien 16% im Jahr 2003 und nur 6% im Jahr 2005. Diese Resultate spiegeln den verbesserten Dialog zwischen Aktionären und dem Board wieder.<sup>162</sup> Die Zahlen lassen außerdem darauf schließen, dass ein Großteil der Aktionäre mit der Vergütungspolitik zufrieden ist.<sup>163</sup> Abfindungssysteme sind verändert worden, so dass es kaum mehr zu Abfindungszahlungen kommt, die ein Grundjahresgehalt übersteigen. Auch die gängige Praxis, dass bei Nichterreichung der Ziele innerhalb der vorgegebenen Zeit die Periode einfach verlängert wurde, gibt es nicht mehr. Es gelang eine Verbesserung der Vergütungsstruktur und eine stärkere Ausrichtung an der Unternehmensstrategie.<sup>164</sup> Diese Resultate dieser Studien zeigen deutlich, dass Aktionäre ihre Verantwortung hinsichtlich Vorstandsgehälter wahrnehmen

Einige wenige Studien beschäftigen sich mit Vergütungskomitees und deren Auswirkung auf Unternehmen in Großbritannien. So untersuchten Conyon und Pecks anhand des FTSE 100 in den frühen 1990er Jahren die Auswirkung des Vergütungskomitees auf die Managementvergütung. Sie kamen zu dem Ergebnis, dass Unternehmen, welche über kein Vergütungskomitee oder ein Vergütungskomitee mit zahlreichen geschäftsführenden Direktoren verfügten, eine höhere Managementvergütung auswiesen. Bei Unternehmen, die über ein Vergütungskomitee verfügten, war außerdem die Verbindung zwischen Unternehmensperformance und Vorstandsvergütung viel ausgeprägter als bei Unternehmen ohne Vergütungskomitee.<sup>165</sup> Benito und Conyon kommen ebenfalls zu dem Schluss, dass die Einführung eines Vergütungskomitees kaum eine Auswirkung auf die Verbindung zwischen Unternehmensperformance und Vergütungshöhe hat.<sup>166</sup>

---

<sup>161</sup> *Ferri / Maber (2013)*

<sup>162</sup> *Institutional Shareholder Services (2007)*, S. 12

<sup>163</sup> *Conyon / Sadler (2010)*, S. 308

<sup>164</sup> *Deane (2007)*, S. 14

<sup>165</sup> *Conyon / Peck (1998)*

<sup>166</sup> *Benito / Conyon (1999)*

### **3.3. Kanada**

#### **3.3.1. Regelungen zur Verantwortlichkeit für die Politik der Vorstandsvergütung**

##### **3.3.1.1. Gesetzliche Regelungen**

In Kanada hat sich wie in den Vereinigten Staaten von Amerika, Großbritannien, Australien und den meisten englischsprachigen Ländern das angelsächsische System der Boardzusammensetzung etabliert. Unternehmen in diesen Ländern sind darauf ausgerichtet, den Aktionärsnutzen zu maximieren. Dieses System wird von der Rechtsprechung unterstützt, indem Unternehmen vorrangig die Aktionärsinteressen schützen dürfen. Wie auch in den Vereinigten Staaten von Amerika und in Großbritannien gilt in Kanada das einstufige Boardsystem, wo geschäftsführende und nicht-geschäftsführende Direktoren gemeinsam vertreten sind.<sup>167</sup> Die nicht-geschäftsführenden Direktoren überwachen und beraten im Interesse der Aktionäre die geschäftsführenden Direktoren.<sup>168</sup>

Die gesetzlichen Regelungen zur Vorstandsvergütung in Kanada sind im „Canada Business Corporations Act“ enthalten. Es handelt sich dabei um nur sehr wenige konkrete Vorgaben, die für Unternehmen bindend sind. So wird in Section 125 des „Canada Business Corporations Act“ festgelegt, dass das Board eines Unternehmens für die Vergütung der Vorstandsmitglieder, der Führungskräfte und der Mitarbeiter des Unternehmens verantwortlich ist.<sup>169</sup> Daraus lässt sich ableiten, dass die Vorstandsmitglieder ihre eigene Vergütung festlegen dürfen. Die Bildung eines Vergütungskomitees, wie im Corporate Governance-Kodex gefordert, ist laut Gesetz für Unternehmen nicht-verpflichtend.

In Kanada gibt es bis dato auch keine verpflichtenden Say-on-Pay-Regelungen. Unternehmen können diese Abstimmung jedoch freiwillig durchführen.<sup>170</sup> Obwohl die „Canadian Coalition for Good Governance“ (CCGG) bereits im Jahr 2009 für eine verpflichtende, nicht-bindende Say-on-Pay-Regelung eingetreten ist, wurde diese bisher

---

<sup>167</sup> *Weimer / Pape. C. (1999)*

<sup>168</sup> *Lorsch / MacIver (1989)*

<sup>169</sup> *R.S.C. (1985), C. C-44 (2011), § 125*

<sup>170</sup> *Smith (2013)*

nicht eingeführt. Laut CCGG sollten die Aktionäre das Recht bekommen, über die Vergütungspläne des Vorjahres abzustimmen und dadurch ihre Zufriedenheit über die Vergütung ausdrücken zu können. Die CCGG spricht diesen Regelungen eine hohe Bedeutung für die Beziehungen zwischen Aktionären und Board zu.<sup>171</sup>

### **3.3.1.2. Corporate Governance Regelungen**

Die Corporate Governance Regelungen der Toronto Stock Exchange sehen für Unternehmen, die an kanadischen Börsen gelistet sind, den Einsatz eines Vergütungskomitees vor. Dieses Komitees darf nur aus unabhängigen Direktoren bestehen und muss vom Board gegründet werden.<sup>172</sup>

Der Unabhängigkeit der Direktoren kommt in den kanadischen Corporate Governance Regelungen hohe Bedeutung zu. Ein Direktor gilt dann als unabhängig, wenn eine kompetente Person mit dem notwendigen Wissen über alle relevanten Umstände zu dem Schluss kommt, dass der Direktor sowohl vom Management des gelisteten Unternehmens als auch von jedem signifikanten Aktionär unabhängig ist.<sup>173</sup>

Außerdem müssen die Komiteemitglieder über die notwendigen Qualifikationen verfügen, um ihre Tätigkeiten ordnungsgemäß ausüben zu können. Zusätzlich ist eine regelmäßige Leistungsüberprüfung erforderlich.<sup>174</sup> Das Komitee muss über eine schriftliche Charter verfügen, welche die Aufgaben, Verantwortlichkeiten und Qualifikationen der Mitglieder, sowie die Ernennung und Entlassung der Mitglieder festlegt. Weiters müssen Vorgaben zur Informationspflicht an das Board in der Charter enthalten sein. Das Vergütungskomitee hat das Recht, einen Berater zu verpflichten, wenn dies für die Erfüllung der Aufgaben notwendig ist.<sup>175</sup>

---

<sup>171</sup> *Canadian Coalition for Good Governance* (2009a)

<sup>172</sup> *National Policy 58-201 (2005b)*, § 3.15

<sup>173</sup> *National Instrument 58-101 (2005a)*, § 1.2

<sup>174</sup> *National Policy 58-201 (2005b)*, § 3.18

<sup>175</sup> *National Policy 58-201 (2005b)*, § 3.16

Das Komitee sollte für folgende Aufgaben zuständig sein:<sup>176</sup>

- Festlegung und Kontrolle der Unternehmensziele, welche für die Vergütung von Bedeutung sind.
- Leistungsüberprüfung des CEOs in Hinblick auf die vorher festgelegten Ziele und die Übermittlung eines Vorschlages an das Board über die Vergütung des CEOs.
- Übermittlung von Vergütungsvorschlägen (inklusive Boni und eigenkapitalbasierte Vergütungen) für die Mitglieder des Boards und des Managements (mit Ausnahme des CEOs) an das Board.
- Die Kontrolle der notwendigen Veröffentlichungen zur Vergütung des gelisteten Unternehmens.

Daraus lässt sich ableiten, dass das Board auf Basis der Vorschläge des Vergütungskomitees die Vorstandsvergütung festlegt.

Die Verantwortlichkeit für eigenkapitalbasierten Vergütungen liegt neben dem Board bei den Aktionären. Wenn die eigenkapitalbasierte Vergütung eines gelisteten Unternehmens geändert werden soll, muss dies von einer Mehrheit der Direktoren sowie einer Mehrheit der Aktionäre gebilligt werden.<sup>177</sup>

### **3.3.2. Empirische Befunde zur Verantwortlichkeit für die Politik der Vorstandsvergütung**

Die durchschnittliche Größe eines Boards in kanadischen Unternehmen beträgt neun Mitglieder.<sup>178</sup> Hiervon sind über 90% unabhängig. Im Jahr 2010 hatten 54% der Unternehmen einen unabhängigen Vorsitzenden des Boards. In den Vereinigten Staaten von Amerika hingegen verfügten nur 29% der Unternehmen über einen unabhängigen Vorsitzenden des Boards. In nur 15% der kanadischen Unternehmen waren die Stellen

---

<sup>176</sup> *National Policy 58-201 (2005b)*, § 3.17

<sup>177</sup> *TSX (2013)*, § 613

<sup>178</sup> *Korn/Ferry International (2001)*, S. 35

des Vorsitzenden des Boards und die des CEOs in einer Person vereint. In den Vereinigten Staaten von Amerika hingegen, wurden in 70% der Fälle diese beiden Positionen von der gleichen Person ausgeübt.<sup>179</sup>

Aus einem Bericht der „Canadian Coalition for Good Governance“ aus dem Jahr 2010 geht hervor, dass die Mehrheit der untersuchten Unternehmen über einen unabhängigen Vorsitzenden des Boards verfügt. Diese Mehrheit repräsentiert 70% der Marktkapitalisierung. Dies entspricht einer starken Steigerung, da im Jahr 2003 nur ein Drittel der Unternehmen einen unabhängigen Vorsitzenden des Boards gehabt haben. Weiters wurde festgestellt, dass 44 Unternehmen, die insgesamt über 55% der Marktkapitalisierung verfügten, eine freiwillige Say-on-Pay Abstimmung durchführen.<sup>180</sup>

Obwohl es gesetzlich nicht vorgeschrieben ist, haben viele große kanadische Unternehmen bereits freiwillig beschlossen, Aktionärsabstimmungen über Vorstandsvergütungen durchzuführen. Insgesamt führten 60% der größten 100 Unternehmen in Kanada freiwillige Say-on-Pay-Regelungen durch.<sup>181</sup> Daraus kann abgeleitet werden, dass vor allem große Unternehmen ihren Aktionären Verantwortung hinsichtlich der Vorstandsvergütungen zusprechen.

Ben-Amar und Zeghal untersuchten in ihrer Studie „Board of directors' independence and executive compensation disclosure transparency“ 181 Firmen und die Auswirkung eines unabhängigen Boards auf die Vorstandsvergütung. Sie kamen zu dem Ergebnis, dass ein unabhängiges Board einen positiven Effekt auf die Transparenz der Vorstandsvergütung und Vergütungspläne des Unternehmens hat. Diese Studie zeigt, wie wichtig ein unabhängiges Board für den Corporate Governance Mechanismus ist.<sup>182</sup>

Auch Park und Shin beschäftigten sich mit der Frage, ob die Zusammensetzung des Boards einen Einfluss auf die Höhe der Vorstandsvergütung hat. Dazu zogen sie Daten von 202 Unternehmen aus den Jahren 1991 bis 1997 heran. Sie kamen zu dem Schluss, dass ein höherer Anteil von nicht-geschäftsführenden Direktoren nicht zu einer Verringerung der Vorstandsvergütung führt.<sup>183</sup>

---

<sup>179</sup> Korn/Ferry International (2001), S. 21

<sup>180</sup> Canadian Coalition for Good Governance (2011)

<sup>181</sup> Henderson / Fraser (2014)

<sup>182</sup> Ben-Amar / Zeghal (2011)

<sup>183</sup> Park / Shin (2004)

### 3.4. Zusammenfassender Vergleich

In den USA regelt der „Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act“ die Verantwortlichkeit der Vorstandsvergütung. Er verpflichtet das Board zur Bildung eines Vergütungsausschusses aus ausschließlich unabhängigen Vorstandsmitgliedern. Zusätzlich wird den Aktionären aufgrund der Say-on-Pay-Regelung ein Mitspracherecht in Form eines Wahlrechtes bei der Abstimmung über Vergütungssysteme eingeräumt. Ähnlich sieht die gesetzliche Situation in Großbritannien aus. Die „Directors' Remuneration Report Regulations“ enthalten die Verpflichtung der Direktoren zur jährlichen Veröffentlichung eines „Directors' Remuneration Report“, in dem die Vergütungspolitik des Unternehmens dargelegt werden muss. Im Rahmen der ebenfalls in diesem Gesetz verankerten Say-on-Pay-Regelung haben Aktionäre das Recht, über diesen Bericht abzustimmen und übernehmen somit indirekt ebenfalls Verantwortung für die Vergütungspolitik. In Kanada hingegen sind die gesetzlichen Vorschriften weit weniger detailliert. So legt der „Canada Business Corporations Act“ lediglich fest, dass Vorstandsmitglieder für die Vergütung verantwortlich sind. Konkrete Vorgaben dazu gibt es jedoch nicht.

Die Corporate Governance Regelungen der einzelnen Länder unterscheiden sich bei der Verantwortlichkeit für die Politik der Vorstandsvergütung nur im Detail. So müssen alle gelisteten Unternehmen ein Vergütungskomitee mit ausschließlich unabhängigen Direktoren einrichten. Weiters müssen die Mitglieder über die notwendigen Qualifikationen verfügen, um ihre Tätigkeiten ordnungsgemäß erfüllen zu können. Genauere Regelungen über die Bildung des Komitees gibt nur Großbritannien vor. Im Gegensatz zu den USA und Kanada muss in Großbritannien keine schriftliche Charter des Komitees verfasst werden. Das bedeutet jedoch nicht, dass sich die Aufgaben des Komitees stark unterscheiden. In den USA sowie in Kanada müssen die Aufgaben und Verantwortlichkeiten des Komitees in dieser schriftlichen Charter niedergeschrieben werden. In Großbritannien ist das Vergütungskomitee für die Vergütung aller geschäftsführenden Direktoren sowie für die des Vorsitzenden des Boards verantwortlich, was jedoch nicht explizit in einer Charter niedergeschrieben sein muss. Weiters gibt das Komitee Empfehlungen für die Vergütung der gesamten Geschäftsführung ab. Im UK Corporate Governance Code ist explizit geregelt, dass kein Direktor bei der Festlegung seines eigenen Gehaltes involviert sein darf und ein formelles und transparentes Verfahren zur Festlegung der Vergütung erforderlich ist.

In den Regelungen der NYSE sowie im UK Corporate Governance Code gibt es außerdem die Möglichkeit, Direktoren, welche nicht Teil des Vergütungskomitees sind, über die Vergütung zu befragen. In Kanada fehlt diese Regelung. Außerdem hat in jedem Land das Vergütungskomitee das Recht, einen Berater einzusetzen. Die Corporate Governance Regelungen der NYSE sind noch konkreter und fordern, dass Berater ebenfalls unabhängig sein müssen. Die Regelungen aller drei Länder enthalten die Verpflichtung zu einer regelmäßigen Leistungsüberprüfung. Übereinstimmung gibt es auch hinsichtlich des Rechtes der Aktionäre zur Abstimmung über eigenkapitalbasierte Vergütungsformen.

Die Definition der Unabhängigkeit der Direktoren ist in den Ländern unterschiedlich formuliert. So gelten in Großbritannien die strengsten und in Kanada die mildesten Regelungen. Hier gilt es als ausreichend, wenn eine kompetente Person mit dem notwendigen Wissen über alle relevanten Umstände feststellt, dass der Direktor unabhängig ist. In Großbritannien gilt ein Direktor erst dann als unabhängig, wenn es keine Beziehungen oder Umstände gibt, welche dazu führen können, dass das Urteilsvermögen des Direktors beeinträchtigt wird. Die NYSE Regelungen verlangen, dass es keine materielle Beziehung zum gelisteten Unternehmen geben darf.

## **4. Angemessenheit der Höhe der Vorstandsvergütung**

### **4.1. Vereinigte Staaten von Amerika**

#### **4.1.1. Regelungen zur Angemessenheit der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung**

##### **4.1.1.1. Gesetzliche Regelungen**

In den Vereinigten Staaten von Amerika wird es Unternehmen freigestellt, wie hoch sie die Gehälter von Vorstandsmitgliedern ansetzen. Der Gesetzgeber hat die Kompetenz abgegeben und gibt keine Regelungen vor. Dadurch besteht die Möglichkeit, Vorstandsmitglieder mit sehr hohen Gehältern für den Erfolg des Unternehmens großzügig zu belohnen.

##### **4.1.1.2. Corporate Governance Regelungen**

Die Thematik der Höhe der Vorstandsvergütung wird in Section 3 der Corporate Governance Regelungen der New York Stock Exchange kurz behandelt. Es wird angeregt, bei der Festlegung der Höhe von leistungsabhängigen Gehaltsbestandteilen die Unternehmensperformance und die Aktionärsrendite zu beachten. Zusätzlich wird empfohlen, die variablen Teile der Vergütung der vergangenen Jahre sowie die Bonuszahlungen von CEOs ähnlicher Unternehmen als Vergleichsmaßstab heranzuziehen.<sup>184</sup>

Die Corporate Governance Regelungen beinhalten keinerlei zahlenmäßige Vorgaben. Stattdessen werden Empfehlungen zur Gestaltung von Vergütungsrichtlinien börsennotierter Unternehmen abgegeben. Unternehmen sollen demnach allgemeine Richtlinien definieren, die darlegen, wie die Form und die Höhe der Vorstandsvergütung festgesetzt werden.<sup>185</sup>

Weiters wird darauf hingewiesen, dass bei Diskussionen zur Höhe von Vorstandsgehältern häufig die Unabhängigkeit der Vorstandsmitglieder in den Vordergrund rückt. Bedenken hinsichtlich der Unabhängigkeit von Vorstandsmitgliedern werden z.B. dann

---

<sup>184</sup> NYSE (2013), § 303A.05

<sup>185</sup> NYSE (2013), § 303A.09

laut, wenn Gehälter besonders hoch sind und weit über das übliche Ausmaß hinausgehen. Weitere Auslöser für Diskussionen können hohe Spenden an Organisationen sein, denen Vorstandsmitgliedern nahe stehen, oder Beratungsverträge, die zusätzliche Honorare zur Folge haben. Das Board sollte diese und ähnliche Fälle berücksichtigen und kritisch hinterfragen, wenn es um die Festlegung von Form und Höhe der Vorstandsvergütung geht. Diese Vorgehensweise wird auch im Zuge der Definition der Unabhängigkeit der Vorstandsmitglieder empfohlen.<sup>186</sup>

#### **4.1.2. Empirische Befunde zur Angemessenheit der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung**

Das Thema der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung in den USA wurde bereits von vielen Autoren behandelt. Es gibt zahlreiche Studien, die sich mit diesem Thema beschäftigen. Aus diesem Grund wird im Rahmen dieser Masterarbeit nur eine Auswahl an Untersuchungen vorgestellt. Es wird ein Überblick über alle wesentlichen Teilbereiche gegeben.

Eine häufig aufgeworfene Frage beschäftigt sich damit, ob die Höhe der Vorstandsvergütung einen signifikanten Einfluss auf den Unternehmenserfolg hat. Für Aktionäre ist es wichtig zu wissen, ob sie von einer höheren Vorstandsvergütung profitieren können oder ob Vorstandsmitglieder nur aufgrund ihrer besseren Verhandlungsposition eine höhere Vergütung zugesprochen bekommen.<sup>187</sup> In einer Studie von Bebchuk und Fried wurde die Vergütungshöhe der fünf bestverdienenden Vorstandsmitglieder in börsennotierten Unternehmen mit den Gewinnen in Verbindung gestellt. Im Zeitraum 1993 – 2003 wurden 6,6% der Gewinne zur Vorstandsvergütung verwendet. Das entspricht einer Gesamtsumme von 351 Milliarden Dollar. Wenn man nur die Jahre 1999 – 2003 heranzieht, ergibt sich ein Wert von 8,1% der Gewinne und insgesamt 192 Milliarden Dollar, die an die fünf bestverdienenden Vorstandsmitglieder ausgeschüttet wurden.<sup>188</sup> In einer Studie von Hannes und Tabbach wird die Entwicklung der Vorstandsvergütung über einen noch größeren Zeitraum untersucht. So stieg die durchschnittliche Vorstandsvergütung von 1,1 Millionen Dollar im Jahr 1970 auf 17,7 Millionen Dollar im Jahre 2000.<sup>189</sup> Von 1980 bis 1994 ergab sich ein Anstieg um

---

<sup>186</sup> NYSE (2013), § 303A.09

<sup>187</sup> Bebchuk / Fried (2005), S. 650

<sup>188</sup> Bebchuk / Fried (2005), S. 651 – 652

<sup>189</sup> Murphy (2012)

209%.<sup>190</sup> In den Jahren 1993 – 2000 stieg die Vergütung von 3,7 Millionen auf 17,7 Millionen Dollar an.<sup>191</sup> Diese Gehaltssteigerungen sind weit höher als die des typischen Arbeiters in den Vereinigten Staaten von Amerika. Auch der Unterschied zwischen der Vergütung eines Arbeiters und der eines CEOs hat sich über die Jahre hinweg vergrößert.<sup>192</sup> So war die Vergütung des Vorstandes im Jahr 1993 100-mal höher als das Medianeinkommen eines Haushaltes. Im Jahr 2006 war die Vorstandsvergütung bereits 200-mal höher. Aufgrund dieser Fakten ist es nicht verwunderlich, dass sich die Vorstandsvergütung zu einem kontroversen Thema entwickelt hat.<sup>193</sup>

Die Erhöhung der Vorstandsvergütung wird teilweise dadurch getrieben, dass das Board ihre CEOs immer über dem Industriedurchschnitt entlohnen wollen. Diese Vorgehensweise führt dazu, dass sich das Durchschnittsgehalt immer weiter erhöht und die Vergütungen insgesamt stetig wachsen. Studien zeigen, dass ein Großteil der Unternehmen auch Peer-Groups zum Vergleich heranziehen und die Vergütung auf oder über dem 50% Perzentil ansetzen. Diese Praxis zeigt, dass das Board nicht immer die Interessen der Aktionäre an vorrangige Stelle stellt.<sup>194</sup> Core et al. (1999) sowie Cyert et al. (2002) haben sich auch mit der Verhandlungsmacht der Vorstände beschäftigt. Hier gibt es zahlreiche Beispiele, die zeigen, dass die Vorstandsvergütung höher ausfällt, wenn das Board im Vergleich zum CEO schwach oder ineffektiv handelt. Ein größeres Board führt zu einer höheren Vorstandsvergütung, da es aufgrund der vielen unterschiedlichen Interessen der einzelnen Direktoren schwerer wird, sich gegen einen CEO durchzusetzen. Sollte der CEO zahlreiche, nicht-geschäftsführende Direktoren in das Board geholt haben oder gleichzeitig CEO und Vorsitzender des Boards sein, fällt die Vorstandsvergütung statistisch gesehen ebenfalls höher aus. Ähnliches gilt, wenn die nicht-geschäftsführenden Direktoren in mehreren Boards tätig sind.<sup>195</sup> Die signifikante Macht von CEOs führt zu einer höheren Vergütung und ist nicht im Sinne der Aktionäre.<sup>196</sup>

Eine weitere Studie stellt eine Verbindung zwischen Großaktionären und der Vorstandsvergütung her. So führt die Verdoppelung der Anteile eines unabhängigen Aktionärs zu einer Verringerung der Vorstandsvergütung von 12 bis 14%. Es besteht auch

---

<sup>190</sup> Hall / Liebman (1998)

<sup>191</sup> Bebchuk / Grinstein (2005)

<sup>192</sup> Conyon (2011), S. 401

<sup>193</sup> Kaplan (2008)

<sup>194</sup> Bebchuk / Fried (2005), S. 657 – 658

<sup>195</sup> Core et al. (1999) & Cyert et al. (2002), S. 453

<sup>196</sup> Conyon (2011), S. 402

eine negative Korrelation zwischen der Vorstandsvergütung und der Anzahl unabhängiger, nicht-geschäftsführender Direktoren in einem Unternehmen. Die Autoren glauben, dass in jenen Fällen eine bessere Kontrolle der Vorstände möglich ist und die Macht des Vorstandes insgesamt verringert wird.<sup>197</sup> Sollten Unternehmen über zahlreiche institutionelle Investoren verfügen, führt das ebenfalls zu einer geringeren Vorstandsvergütung und gleichzeitig zu einem größeren performanceabhängigen Anteil.<sup>198</sup>

## **4.2. Großbritannien**

### **4.2.1. Regelungen zur Angemessenheit der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung**

#### **4.2.1.1. Gesetzliche Regelungen**

Ähnlich wie in den Vereinigten Staaten von Amerika gibt es in Großbritannien keine gesetzlichen Regelungen über die absolute Höhe der Vorstandsvergütung. Das Gesetz lässt offen, wie hoch Managementgehälter sein dürfen bzw. sollen. Die Unternehmen sind in diesem Punkt keinen gesetzlichen Vorschriften unterworfen und dürfen daher die Höhe der Vergütung frei wählen. Jedoch wird in Großbritannien sehr detailliert geregelt, welche Vergütungen und in welcher Form diese veröffentlicht werden müssen. Damit beschäftigt sich jedoch Kapitel 8 – Offenlegung der Vorstandsvergütung.

#### **4.2.1.2. Corporate Governance Regelungen**

Im UK Corporate Governance Code, der für alle gelisteten Unternehmen gilt, gibt es nur wenige Richtlinien zur Höhe der Vorstandsvergütung. Diese Richtlinien lassen außerdem sehr viel Raum für Interpretationen und geben keine konkrete Höhe der Vergütung an.

In § D.1 des UK Corporate Governance Code ist festgelegt, dass das Vergütungskomitee die Vorstandsvergütung so hoch ansetzen soll, damit diese ausreichend ist, um den Vorstand anzuwerben, zu motivieren und an das Unternehmen zu binden. Ein weiterer wichtiger Punkt in dieser Richtlinie besagt, dass die Vorstandsvergütung von

---

<sup>197</sup> *Cyert et al. (2002)*

<sup>198</sup> *David et al. (1998)*, S. 207

der Qualität des Vorstandes abhängen soll. Somit können hoch kompetenten Vorstandsmitgliedern höhere Gehälter gewährt werden, soweit diese in einem angemessenen Verhältnis zu ihren Qualifikationen stehen. Der Fähigkeit zur erfolgreichen Führung des Unternehmens kommt in diesem Fall eine sehr hohe Bedeutung zu und kann entsprechend abgegolten werden. Es wird jedoch angemerkt, dass das Vergütungskomitee keine außergewöhnlich hohe Vergütung gewähren soll, sondern nur so viel wie notwendig ist, um den Vorstand zu motivieren und an das Unternehmen zu binden. Weiters ist darauf zu achten, dass ein signifikanter Teil der Vergütung variabel und somit an die tatsächliche Performance gebunden ist. Dieser Teil der Vergütung wird in Kapitel 6 dieser Arbeit erläutert. Bei dieser Richtlinie handelt es sich um eine Hauptrichtlinie, die für gelistete Unternehmen verbindlich ist.<sup>199</sup> Zusätzlich enthält der UK Corporate Governance Code die unterstützende aber nicht-bindende Empfehlung, Vergütungsstrukturen sowie die Höhe der Vergütung innerhalb einer Unternehmensgruppe anzugleichen. Dies sollte vor allem für die jährlichen Gehaltssteigerungen gelten.<sup>200</sup>

Im Anhang A des UK Corporate Governance Code wird empfohlen, einen Maximalwert für den variablen, leistungsabhängigen Teil der Gehälter festzulegen, um unbegrenzte Vergütungspakete zu vermeiden. Exzessive Formen von Vorstandsvergütungen sind ebenfalls abzulehnen.<sup>201</sup>

#### **4.2.2. Empirische Befunde zur Angemessenheit der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung**

Auch in Großbritannien gewinnt das Thema über die Angemessenheit der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung immer mehr an Bedeutung. So stieg das durchschnittliche Vorstandsgehalt von 262.000 Pfund im Jahr 1993 auf 317.000 Pfund Ende 1995. Das entspricht einem Anstieg von 21%. Im Vergleich dazu wurden die Mediangehälter um nur 6% erhöht. Es konnte kein Zusammenhang zwischen den Steigerungsraten der Vorstandsvergütung und der Umsatzwachstumsraten der Unternehmen nachgewiesen werden. Letztere wiesen einen Anstieg von nur 7,74% im gleichen Zeitraum auf.<sup>202</sup>

---

<sup>199</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.1

<sup>200</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.1

<sup>201</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, Schedule A

<sup>202</sup> *McKnight / Tomkins (1999)*, S. 225 – 227

Conyon und Leech untersuchten in ihrer Studie die Vorstandsgehälter von börsennotierten Unternehmen in Großbritannien hinsichtlich eines Zusammenhangs mit der Unternehmensgröße, der Performance und den unternehmensinternen Corporate Governance Regelungen. Dadurch wollten sie herausfinden, welche Faktoren die Vergütung maßgeblich beeinflussen. Sie kamen zu dem Ergebnis, dass es einen geringen Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und Unternehmensergebnis gibt. Haupttreiber für die Höhe der Vergütung sind Umsatzzahlen.<sup>203</sup>

In einer anderen Studie untersuchten Conyon und Peck den Zusammenhang zwischen der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung und der Zusammensetzung des Boards. Hierzu zogen sie Daten von 800 Unternehmen zwischen 1991 und 1994 heran. Sie kamen zu dem Schluss, dass die Höhe der Vorstandsvergütung negativ mit der Anzahl der nicht-geschäftsführenden Direktoren korreliert. Außerdem ist die Vorstandsvergütung in Unternehmen höher, wo die Funktionen des CEO und Chairman in einer Person vereint sind.<sup>204</sup>

McKnight et al. stellten in ihrer Studie die Frage, ob das Alter der Vorstandsmitglieder einen Einfluss auf die Vorstandsvergütung hat. Für ihre Untersuchungen bezogen sie Daten von über 100 Firmen, welche in Großbritannien börsennotiert waren. Die untersuchte Zeitspanne war 1992 bis 1996. Die Vorstandsmitglieder waren zwischen 42 und 69 Jahre als, wobei der Median bei 53 Jahren lag. Bei der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung war zwischen den Unternehmen ein großer Unterschied zu erkennen. So lag das Basisgehalt zwischen 118.000 und 1.125.000 Pfund, die Boni zwischen 0 und 544.717 Pfund und die Aktienoptionen zwischen 0 und fast 6 Millionen Pfund. Die Mediane lagen jeweils bei 310.090 Pfund für das Basisgehalt, 75.612 Pfund für die Boni und 637.701 Pfund für die Aktienoptionen. Die Autoren kamen zu der Erkenntnis, dass zwischen dem Alter und der Vorstandsvergütung ein nicht-linearer Zusammenhang bestand. Dieses Ergebnis stand im Konflikt mit früheren Studien zu diesem Thema.<sup>205</sup> Deckop fand in seiner Untersuchung aus dem Jahr 1980 keinen signifikanten Zusammenhang zwischen dem Alter der Vorstandsmitglieder und deren Vergütung.<sup>206</sup>

---

<sup>203</sup> Conyon / Leech (1994), S. 229

<sup>204</sup> Conyon / Peck (1998)

<sup>205</sup> McKnight et al. (2000)

<sup>206</sup> Deckop (1988)

Diese Studien zeigen, dass die Höhe der Vorstandsvergütung von zahlreichen Faktoren abhängig ist. Untersuchungen gleicher Problemstellungen in unterschiedlichen Zeiträumen kommen zu teilweise konträren Ergebnissen. Dies lässt vermuten, dass sich die Einflussfaktoren verändern.

### **4.3. Kanada**

#### **4.3.1. Regelungen zur Angemessenheit der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung**

##### **4.3.1.1. Gesetzliche Regelungen**

In Kanada beschäftigt sich der Business Corporations Act mit dem Thema Vorstandsvergütung. Ähnlich wie in den Vereinigten Staaten von Amerika und Großbritannien gibt es auch in Kanada keine gesetzlichen Regelungen zur Angemessenheit der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung. Vorstände dürfen die Höhe der Vergütung frei wählen und sind bei diesem Thema keinen gesetzlichen Regelungen unterworfen.

##### **4.3.1.2. Corporate Governance Regelungen**

Ähnlich sieht die Situation bei den Corporate Governance Regelungen der Toronto Stock Exchange aus. Sie beinhalten keine klaren Richtlinien, aus denen eindeutig hervorgeht, wann Vorstandsgehälter als angemessen gelten. Man kann lediglich aus den Business Conduct Guidelines schließen, dass Vorstandsvergütungen nicht unangemessen hoch sein sollen, wie in der Folge erläutert wird.

Die Corporate Governance Regelungen empfehlen die Definition und schriftliche Festlegung von Business Conduct Guidelines, um rechtliche und ethische Verhaltenspflichten von Unternehmen zu regeln. Diese Standards dienen dazu, Integrität zu steigern und Fehlverhalten zu vermeiden. Der Anwendungsbereich soll sowohl Vorstandsmitglieder als auch andere Personen in leitenden Funktionen sowie einfache Mitarbeiter umfassen. Insbesondere wird auf fünf Themen verwiesen, die jedenfalls behandelt werden sollen: 1) Interessenkonflikte (auch dann, wenn Vorstandsmitglieder oder andere geschäftsführende Personen einen materiellen Vorteil erwarten), 2) Schutz von Vermögenswerten und angemessene Entscheidungen hinsichtlich Geschäftsmöglichkeiten, 3) Diskretion im Zusammenhang mit Unternehmensinformationen, 4) fairer Umgang mit allen Stakeholdern (Kunden, Lieferanten, Mitarbeitern, Konkurrenz etc.) und

5) Offenlegung von unrechtmäßigem sowie unethischem Verhalten.<sup>207</sup> Die Business Conduct Guidelines stellen eine Grundlage zur Sicherung des wirtschaftlichen Bestands von Unternehmen dar. Da auch Vergütungen zu einer Verringerung des Vermögens führen, sollen diese in einem angemessenen Verhältnis zur Unternehmensperformance stehen.

#### **4.3.2. Empirische Befunde zur Angemessenheit der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung**

In den letzten vier Jahrzehnten hat sich die Vergütungslandschaft in Kanada verändert.<sup>208</sup> Gélinas und Baillargeon haben im Jahr 2013 eine umfassende Studie über die Vorstandsvergütung in Kanada veröffentlicht. Hier analysierten sie über 14.500 Datensätze aus dem Zeitraum 1971 – 2008. Für jedes Jahr zeichneten sie alle verfügbaren Daten zur Vorstandsvergütung, kurz- und langfristige performanceabhängige Vergütung oder sonstige Vergütungsformen auf. Der Median der absoluten Vorstandsvergütung in kanadischen Unternehmen mit mehr als 800 Millionen Dollar Umsatz ist von 140.000 Dollar im Jahr 1971 auf 1,7 Millionen Dollar gestiegen. Die Vergütung stieg von 1975 bis 1993 um durchschnittlich 4,1% pro Jahr. Zwischen 1994 und 2008 war die Wachstumsrate 4,8% pro Jahr. Berücksichtigt man die Inflationsrate ergibt sich für die Jahre 1975 bis 2000 sogar eine leicht negative Entwicklung von -0,4% pro Jahr.<sup>209</sup> Diese Studie zeigt sehr deutlich, dass die Vorstandsvergütungen in Kanada viel geringer sind als in den Vereinigten Staaten von Amerika.

Da in Kanada erst ab 1993 alle börsennotierten Unternehmen dazu verpflichtet waren, ihre Vorstandsgehälter offen zu legen, gibt es erst seit diesem Zeitraum relativ verlässliche Daten. Zhou veröffentlichte in seiner Studie „CEO pay, firm size, and corporate performance: evidence from Canada“ die durchschnittlichen Vorstandsgehälter von 755 kanadischen Firmen. Er kam zu dem Ergebnis, dass die durchschnittliche Vorstandsvergütung zwischen 1993 und 1995 bei 622.000 Kanadischen Dollar lag. Der Median war bei 392.000 Kanadischen Dollar. In seiner Studie untersuchte der Autor auch den Zusammenhang zwischen der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung und der Unternehmensgröße. Er kam zu dem Schluss, dass für eine Umsatzsteigerung von 10 Cent die Vorstandsvergütung um 2,5 Cent steigert. Dieses Ergebnis weist starke

---

<sup>207</sup> *National Policy 58-201 (2005b)*, § 3.8

<sup>208</sup> *Gélinas / Baillargeon (2013)*, S. 1

<sup>209</sup> *Gélinas / Baillargeon (2013)*

Ähnlichkeiten mit vergleichbaren Studien in den Vereinigten Staaten von Amerika und Großbritannien auf.<sup>210</sup> Magnan et al. untersuchen ebenfalls in ihrer Studie den Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und Unternehmensgröße und kamen dabei auf sehr ähnliche Ergebnisse. Für ihre Studie verwendeten sie Daten von 72 kanadischen Unternehmen von 1984 bis 1990.<sup>211</sup>

#### **4.4. Zusammenfassender Vergleich**

In keinem der drei untersuchten Länder gibt es gesetzliche Vorschriften zur Angemessenheit der absoluten Höhe von Vorstandsvergütungen. Unternehmen in den USA, Großbritannien und Kanada können Vorstandsgehälter ohne gesetzliche Einschränkungen festlegen.

Die Corporate Governance Regelungen hingegen enthalten diverse Richtlinien mit unterschiedlichen Schwerpunkten. Die New York Stock Exchange empfiehlt, die variablen Bestandteile von der Unternehmensperformance und der Aktionärsrendite abhängig zu machen. Zusätzlich wird angeregt, die Vorstandsvergütungen vergangener Jahre sowie CEO Gehälter vergleichbarer Unternehmen als Maßstab heranzuziehen. Um willkürliche Entscheidungen zu vermeiden, sollen zusätzlich interne Richtlinien zur Festlegung von Form und Höhe von Vorstandsvergütungen definiert werden. In Großbritannien wird der Qualifikation von Vorstandsmitgliedern eine sehr hohe Bedeutung zugesprochen. Personen, die in der Lage sind, Unternehmen besonders erfolgreich zu führen, sollen entsprechend entlohnt werden. Ein wesentlicher Teil der Vergütung soll performanceabhängig, aber nach oben hin begrenzt sein. Zusätzlich empfiehlt der UK Corporate Governance Code einheitliche Vergütungsstrukturen innerhalb von Unternehmensgruppen. Die Corporate Governance Regelungen der kanadischen Toronto Stock Exchange enthalten im Gegensatz zu den USA und Großbritannien weit weniger klare Richtlinien zur Angemessenheit der absoluten Höhe von Vorstandsvergütungen. Man kann lediglich aus den Business Conduct Guidelines ableiten, dass unangemessen hohe und den wirtschaftlichen Bestand von Unternehmen gefährdende Vorstandsgehälter vermieden werden sollten. truktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung

---

<sup>210</sup> Zhou (2000), § 213 – 224

<sup>211</sup> Magnan et al. (1995)



## **5. Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung**

### **5.1. Vereinigte Staaten von Amerika**

#### **5.1.1. Regelungen zur Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung**

##### **5.1.1.1. Gesetzliche Regelungen**

In den Vereinigten Staaten von Amerika gibt es wenige gesetzliche Regelungen zur Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung. Der unternehmerische Spielraum zur Gestaltung der Vorstandsvergütung wird durch den Gesetzgeber kaum eingeschränkt. Unternehmen haben dadurch die Möglichkeit, die für sie optimalen Strukturen und Bemessungsgrundlagen festzulegen.

Der Gesetzgeber gibt nur vor, wie im Falle einer Änderung der Bemessungsgrundlage vorzugehen ist. Sollte die Basis für die Berechnung der leistungsabhängigen Vergütung aufgrund einer Bilanzänderung nachträglich einen anderen Wert haben, muss auch die Vergütung des Vorstandsmitglieds rückwirkend entsprechend angepasst werden. Zu hohe Auszahlungen müssen vom Unternehmen zurückgefordert werden. Diese Bestimmung muss drei Jahre rückwirkend angewandt werden.<sup>212</sup> Sollte sich ein Unternehmen nicht an diese Bestimmung halten und die Vergütung des Vorstandes rückwirkend nicht anpassen, kann die National Security Association den Handel mit den Wertpapieren dieses Unternehmens verbieten.<sup>213</sup>

##### **5.1.1.2. Corporate Governance Regelungen**

Das Vergütungskomitee hat darauf zu achten, dass ein Teil der Vorstandsvergütung variabel ist. Die Vergütung der Vorstandsmitglieder soll vom Erreichen der zuvor festgelegten Ziele abhängig sein. Hierbei handelt es sich um eine verbindliche Regelung des NYSE Corporate Governance Manuals.<sup>214</sup> Das Komitee ist dafür verantwortlich,

---

<sup>212</sup> DfAct (2010), § 954 (b)

<sup>213</sup> DfAct (2010), § 954 (a)

<sup>214</sup> NYSE (2013), § 303A.05 (A)

Unternehmensziele zu definieren und regelmäßig zu überprüfen, welche für die Vorstandsvergütung von Bedeutung sind. Die Leistungsfeststellung fällt ebenfalls in den Zuständigkeitsbereich des Vergütungskomitees. Auf Wunsch des Komitees können auch andere unabhängige, nicht-geschäftsführende Direktoren zur Leistungsfeststellung herangezogen werden.

Eine weitere Aufgabe des Vergütungskomitees ist es, Empfehlungen für die Vergütung der Vorstandsmitglieder (mit Ausnahme des CEOs) abzugeben. Es sollen auch Vorschläge und Empfehlungen zu eigenkapitalbasierte Vergütungsformen eingebracht werden. Solche Vergütungsformen benötigen die Zustimmung des gesamten Board of Directors.<sup>215</sup> Bei langfristigen, eigenkapitalbasierten Vergütungsformen sollte das Board Anreize setzen, um die Steigerung des langfristigen Unternehmenserfolgs und der Aktionärsrendite zu fördern. Die Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung sollte sich an vergleichbaren, börsennotierten Gesellschaften und an der Struktur sowie der Bemessungsgrundlage des gelisteten Unternehmens der vergangenen Jahre orientieren. Dabei handelt es sich um eine zusätzliche Anmerkung, die nicht-bindend ist.

### **5.1.2. Empirische Befunde zur Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung**

Neben der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung werden der Struktur und der Bemessungsgrundlage sehr hohe Bedeutungen eingeräumt. Viele Autoren haben sich mit dem Thema der leistungsabhängigen Entlohnung auseinandergesetzt und Studien veröffentlicht, die Zusammenhänge zwischen der Vorstandsvergütung und der Unternehmensperformance untersuchen. Die ungleich verteilte Verhandlungsmacht zwischen Board und Vorstand führt immer wieder zu Vergütungsplänen, deren Inhalte die Steigerung des Unternehmenswertes hindern. Es werden teilweise sogar Anreize zur Senkung des langfristigen Unternehmenswertes gesetzt. Daraus entstand eine weitverbreitete Meinung, dass viele Vergütungspläne, die vom Board ausgearbeitet werden, nicht die Interessen der Aktionäre wahren. Aus diesem Grund stellten Bebchuk und Fried auch die Frage, wie die Vergütung stärker von der Performance des Unternehmens abhängig gemacht werden kann, um dadurch die richtigen Anreize für die

---

<sup>215</sup> NYSE (2013), § 303A.05 (B)

Vorstände setzen zu können. Diese müssen das Ziel verfolgen, den Unternehmenswert zu erhöhen und somit einen Mehrwert für die Aktionäre zu schaffen.<sup>216</sup>

Im vergangenen Jahrzehnt ist dem eigenkapitalbasierten Teil der Vorstandsvergütung verstärkte Bedeutung geschenkt worden und hat einen höheren Stellenwert innerhalb der Vergütungspläne eingenommen. Dennoch ist der nicht-eigenkapitalbasierte Teil der Vergütung noch immer beachtlich.<sup>217</sup> Im Jahr 2003 betrug der nicht-eigenkapitalbasierte Teil der Vergütung ungefähr die Hälfte der absoluten Vorstandsvergütung bei CEOs und den Top-5-Vorstandsmitgliedern von S&P 1500 Unternehmen.<sup>218</sup> Obwohl ein Großteil der nicht-eigenkapitalbasierten Vergütung in Form von Grundgehalt oder sign-up-Zahlungen auftritt und nicht leistungsabhängig ist, gibt es auch performanceabhängige, nicht-eigenkapitalbasierte Vergütungsformen, die als Boni ausbezahlt werden.<sup>219</sup> Empirische Studien konnten bis dato keinen signifikanten Zusammenhang zwischen nicht-eigenkapitalbasierten Vergütungsformen und der Performance des Vorstandes herstellen.<sup>220</sup> Viele Unternehmen ziehen sehr subjektive Ziele heran, um die Ausschüttung von nicht-eigenkapitalbasierten Boni zu rechtfertigen, damit die Vorstände auch bei schlechter Performance gut bezahlt werden.<sup>221</sup> Nourayi und Mintz untersuchten den Einfluss der Unternehmensperformance auf die Barvergütung von CEOs und die absolute Vergütung zwischen 2001 und 2002. Sie kamen zu dem Schluss, dass die Vergütung hauptsächlich von der Unternehmensgröße abhängt. Ein Zusammenhang mit der Performancemessung konnte nicht festgestellt werden.<sup>222</sup> Viele Vorstandsmitglieder erhalten auch Boni für Unternehmenskäufe. So bekamen CEOs in 40% der untersuchten Fälle zwischen 1993 und 1999 nach Abschluss der Deals einen Bonus.<sup>223</sup>

Auch Jeppson, Smith und Stone beschäftigten sich mit der Frage, ob ein Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und Unternehmensperformance besteht. Für ihre Studie zogen sie Daten aus dem Jahr 2007 heran und untersuchten 200 große börsennotierte Unternehmen. Jedes dieser Unternehmen hatte einen Umsatz von über

---

<sup>216</sup> *Bebchuk / Fried (2005), S. 648 – 650*

<sup>217</sup> *Bebchuk / Fried (2005), S. 664*

<sup>218</sup> *Bebchuk / Grinstein (2005)*

<sup>219</sup> *Bebchuk / Fried (2005), S. 664*

<sup>220</sup> *Murphy (1999)*

<sup>221</sup> *Bebchuk / Fried (2005), S. 664*

<sup>222</sup> *Nourayi / Mintz (2008)*

<sup>223</sup> *Grinstein / Hribar (2004)*

6,5 Milliarden Dollar. Das Ergebnis dieser Studie konnte keinen signifikanten Zusammenhang zwischen CEO-Vergütung und der Veränderung des Umsatzes aufzeigen. Jedoch wurde eine signifikant positive Korrelation zwischen der Vorstandsvergütung und der absoluten Höhe des Umsatzes festgestellt. Umso höher die Umsätze eines Unternehmens sind, desto höher fällt auch die CEO-Vergütung aus. Die Autoren konnten daher in ihrer Studie auch keinen signifikanten Zusammenhang zwischen CEO-Vergütung und Unternehmensperformance herstellen.<sup>224</sup>

Sheikh hat die Performancestandards von 937 S&P 1500 Firmen untersucht. 646 dieser Unternehmen setzten ihre Performancestandards für die Vergütung intern fest. Davon zogen 37 Unternehmen eine Leistungsmessung für die CEO-Vergütung heran. Das waren meist der Unternehmensgewinn oder der Gewinn pro Aktie. 108 Firmen verwendeten externe Performancestandards zur Bestimmung der Vorstandsvergütung. Davon zogen 21 Firmen eine Leistungsmessung heran.<sup>225</sup> Diese Studien zeigen, dass es bei zahlreichen Unternehmen Aufholbedarf im Bereich der performanceabhängigen Vergütung gibt.

## **5.2. Großbritannien**

### **5.2.1. Regelungen zur Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung**

#### **5.2.1.1. Gesetzliche Regelungen**

Ähnlich wie bei der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung gibt der Gesetzgeber in Großbritannien keine Regelungen vor, wie die Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung aussehen muss. Der Gesetzgeber überlässt die Ausgestaltung der Regelungen dem UK Corporate Governance-Kodex, welcher sich sehr genau mit diesem Thema beschäftigt. Die gesetzlichen Regelungen in Großbritannien betreffen hingegen hauptsächlich die Veröffentlichung der Vorstandsvergütung.

---

<sup>224</sup> Jeppson et al. (2009)

<sup>225</sup> Sheikh (2008), S. 40

### 5.2.1.2. Corporate Governance Regelungen

Im UK Corporate Governance-Kodex gibt es zahlreiche Regelungen zur Struktur der Vorstandsvergütung. Ein signifikanter Teil der Vorstandsvergütung muss variabel sein und von der Unternehmensperformance sowie der persönlichen Performance der Vorstandsmitglieder abhängen. Hierbei handelt es sich um eine Hauptrichtlinie, welche für gelistete Unternehmen verpflichtend ist.<sup>226</sup> Der performanceabhängige Teil der Vorstandsvergütung sollte so gestaltet sein, dass der langfristige Unternehmenserfolg sichergestellt ist und ein Anreiz zur Steigerung dessen vorliegt. Das Vergütungskomitee sollte festlegen, wie sich das eigene Unternehmen im Gegensatz zur Konkurrenz positionieren möchte. Der Vergleich mit anderen Unternehmen muss aber mit Vorsicht durchgeführt werden. Hier besteht die Gefahr einer Erhöhung der Vorstandsvergütung auch bei gleichbleibendem Unternehmenserfolg. Bei der Übernahme von Gehaltsstrukturen vergleichbarer Unternehmen muss darauf geachtet werden, dass nicht auch die Vergütungshöhe an jene der Peer Group angepasst wird. Hierbei handelt es sich um eine unterstützende Richtlinie, welche nicht-verpflichtend angewendet werden muss.<sup>227</sup>

Anhang A des UK Corporate Governance Code enthält Empfehlungen zur Gestaltung der performanceabhängigen Vergütung für Vorstandsmitglieder.<sup>228</sup> Diese Richtlinie ist für gelistete Unternehmen nicht-verpflichtend anzuwenden. In einem ersten Schritt sollte das Vergütungskomitee prüfen, ob die Vorstandsgehälter für eine leistungsabhängige Vergütung geeignet sind. Wenn dies der Fall ist, sollte die Vergütung über einen variablen, performanceabhängigen Teil verfügen, wodurch ein Anreiz zur Förderung des langfristigen Erfolgs des Unternehmens besteht. Das Komitee sollte darauf achten, dass dieser Teil über eine Obergrenze verfügt, welche offengelegt werden sollte. Wenn ein Teil dieser variablen Vergütung in Aktien gewährt wird, sollte darauf geachtet werden, dass diese Aktien nicht sofort verkauft werden können, sondern über einen längeren Zeitraum von den Vorstandsmitgliedern gehalten werden müssen. Neue Formen der langfristigen Performancevergütung, welche durch das Vorstandskomitee eingeführt werden, sollten alte Formen ersetzen und von den Aktionären gebilligt werden. Insgesamt gilt es eine stimmige Gesamtvergütung anzustreben, die ei-

---

<sup>226</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.1

<sup>227</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.1

<sup>228</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, Schedule A

nen variablen Anteil enthält, der an herausfordernde Kriterien gebunden ist. Die Vergütungsstruktur sollte auch mit den Risikosystemen im Einklang sein und nicht zu hohe Risiken fördern. Weiters sollte darauf geachtet werden, dass für den Pensionsanspruch nur das Basisgehalt herangezogen wird. Die Konsequenzen einer Unternehmenspension sollten vom Vergütungskomitee genau analysiert werden, damit später anfallende Kosten im Falle einer Erhöhung der Basisvergütung unter Kontrolle bleiben. Dies ist vor allem bei Vorstandsmitgliedern wichtig, die kurz vor der Pension stehen. Im Falle einer schlechten Unternehmensperformance sollte es dem Unternehmen möglich sein, die Vergütung des Vorstandes zu verringern und Vorstandsmitglieder dadurch am Unternehmensverlust zu beteiligen. Ziel sollte es sein, im Zuge einer schlechten Unternehmensleistung die Vergütung entsprechend anzupassen.<sup>229</sup> Eine weitere Richtlinie empfiehlt, Verträge mit Vorstandsmitgliedern maximal auf ein Jahr zu begrenzen. Etwaige Vertragsverlängerungen sollten ebenfalls nur für ein Jahr durchgeführt werden.<sup>230</sup> Diese beiden Richtlinien sind nicht-verpflichtend.

### **5.2.2. Empirische Befunde zur Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung**

Jährliche Boni werden mit der Intention ausbezahlt, die Vorstände zu motivieren, ihre Entscheidungen im Interesse der Aktionäre zu treffen.<sup>231</sup> In den späten 1970er Jahren vergaben nur 8% der Unternehmen jährliche Boni an ihre Vorstandsmitglieder. Die Zahl stieg rasant an. 1990 gab es kaum ein Unternehmen, welches keine jährlichen Boni als Teil der Vergütung ausbezahlte.<sup>232</sup>

In einer bereits zuvor erwähnten Studie sind Conyon und Peck zu dem Ergebnis gekommen, dass in Unternehmen, in denen das Board hauptsächlich aus externen Direktoren besteht, die Vorstandsvergütung stärker leistungsabhängig ist. Auch eine höhere Anzahl von nicht-geschäftsführenden Direktoren im Board führt zu einer performanceabhängigeren Vorstandsvergütung.<sup>233</sup>

---

<sup>229</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.1.4

<sup>230</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.1.5

<sup>231</sup> *Johl et al. (2013)*, S. 116

<sup>232</sup> *Conyon et al. (1995)*

<sup>233</sup> *Conyon / Peck (1998)*

Eine andere Studie von Benito und Conyon beschäftigt sich mit der Problemstellung, ob es einen Zusammenhang zwischen der Vorstandsvergütung und der Aktienperformance des Unternehmens gibt. Für diese Studie untersuchten sie eine große Anzahl an Unternehmen über eine relativ lange Zeitperiode von 1984 bis 1995. Insgesamt wurden 1093 Unternehmen zur Untersuchung herangezogen. Sie kamen zu dem Ergebnis, dass die Barvergütung des Vorstandes positiv mit der Aktionärsrendite korreliert. Eine Steigerung von 10% der Aktionärsrendite führt zu einer Erhöhung der Vorstandsvergütung um ca. 1.852 Pfund. Dieser Effekt wird jedoch von der Unternehmensgröße dominiert.<sup>234</sup> Diese Ergebnisse zeigen ähnliche Effekte wie vorherige Studien von Gregg et al.<sup>235</sup> Conyon et al.<sup>236</sup> oder Conyon und Peck<sup>237</sup>. Auch diese Autoren kamen zu dem Ergebnis, dass wenn ein Zusammenhang zwischen Vergütung und Performance besteht, dieser sehr gering ist im Vergleich zur Abhängigkeit der Vorstandsvergütung von der Unternehmensgröße.<sup>238</sup> Anders als Gregg et al.<sup>239</sup> kamen Benito und Conyon zu dem Schluss, dass die leistungsabhängige Vergütung im Auswahlzeitraum quantitativ größer wurde.<sup>240</sup>

### **5.3. Kanada**

#### **5.3.1. Regelungen zur Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung**

##### **5.3.1.1. Gesetzliche Regelungen**

In Kanada gibt es keine gesetzlichen Regelungen zur Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung. Der „Canada Business Corporations Act“ enthält keine Vorschriften, die die Gestaltung der Vorstandsvergütung beschränken und überlässt es den Unternehmen, die Struktur der Vergütung festzulegen.

---

<sup>234</sup> Benito / Conyon (1999)

<sup>235</sup> Gregg et al. (1993)

<sup>236</sup> Conyon et al. (1995)

<sup>237</sup> Conyon / Peck (1998)

<sup>238</sup> Benito / Conyon (1999), S. 117

<sup>239</sup> Gregg et al. (1993)

<sup>240</sup> Benito / Conyon (1999), S. 129

### **5.3.1.2. Corporate Governance Regelungen**

Die Corporate Governance Richtlinien in Kanada enthalten nur wenige Regelungen, die sich mit der Struktur und Bemessungsgrundlage der Vergütung beschäftigen. Hier verfügen Unternehmen über einen großen Freiraum zur Gestaltung der Vergütung. So muss nur angegeben werden, ob das Vergütungskomitee die Unternehmensziele, welche für die Vergütung herangezogen werden, kontrolliert und festlegt.<sup>241</sup> Es wird aber in keiner Regelung verlangt, dass das Vergütungskomitee solche Unternehmensziele definieren muss. Sollten solche Unternehmensziele vorhanden sein, muss auch die Anzahl der Begutachtungen offengelegt werden. Das Vergütungskomitee sollte für diese Aufgaben die Verantwortung haben.<sup>242</sup>

### **5.3.2. Empirische Befunde zur Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung**

Für Kanada gibt es im Vergleich zu Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika relative wenige Studien, die sich mit der Vorstandsvergütung beschäftigen. Ein Grund dafür ist, dass Unternehmen erst ab dem Jahr 1993 dazu verpflichtet waren, ihre Vorstandsvergütungen offenzulegen.<sup>243</sup>

Zhou untersuchte in seiner Arbeit „CEO pay, firm size, and corporate performance: evidence from Canada“ die Vergütungsstruktur von kanadischen börsennotierten Unternehmen. Dabei stellt er fest, dass 74,8 % der Vorstandsvergütung im Zeitraum 1993 – 1995 aus Barzahlungen bestand. Von diesen 74,8 % waren nur 19,2 % variable und Teil eines jährlichen Bonus, der an den Vorstand ausgeschüttet wurde. Der variable Vergütungsteil stieg von 9% im Jahr 1993 auf 15% der absoluten Vorstandsvergütung im Jahr 1995. Dieser Anstieg war auf die zunehmende Bedeutung von Aktienoptionen als Teil der Vergütung zurückzuführen. Die Änderungen der Struktur sind jenen aus den Vereinigten Staaten von Amerika sehr ähnlich.<sup>244</sup>

Zhou beschäftigt sich ebenfalls in seiner Studie „Executive compensation and managerial incentives: A comparison between Canada and the United States“ mit dem Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und Unternehmensperformance. Dazu

---

<sup>241</sup> *National Policy 58-201 (2005b)*, § 3

<sup>242</sup> *National Policy 58-201 (2005b)*, § 3.17

<sup>243</sup> Zhou (1999), S. 278

<sup>244</sup> Zhou (2000), S. 213 – 224

zog er Daten von 365 kanadischen Unternehmen für den Zeitraum 1991 bis 1994 heran, was insgesamt 1183 Firmenjahren entspricht. Er kam zu dem statistisch signifikanten Ergebnis, dass ein positiver Zusammenhang zwischen Unternehmensperformance und Vorstandsvergütung besteht. Eine Steigerung von 1% des Aktionärsvermögens führt zu einem Anstieg der Vorstandsvergütung um 0,13%. Diese Steigerung ist etwas geringer als in den Vereinigten Staaten. Dort kam der Autor auf einen Anstieg der Vorstandsvergütung um 0,28% bei einer Steigerung des Aktionärsvermögens um 1%. Die geringere Performanceabhängigkeit der Vorstandsvergütung bei kanadischen Unternehmen ist unter anderem auf den stärker regulierten Markt zurückzuführen.<sup>245</sup> Smith und Watts<sup>246</sup>, Joskow et al.<sup>247</sup> und Hubbard und Palia<sup>248</sup> kamen bereits früher in ihren Studien zu dem Ergebnis, dass die Performanceabhängigkeit der Vorstandsvergütung in stärker regulierten Märkten schwächer ist.

In einer Studie aus dem Jahr 1997 kam Zhou zu dem gleichen Ergebnis und fand einen positiven Zusammenhang zwischen Unternehmensperformance und Vorstandsvergütung.<sup>249</sup> Singh und Agarwal beschäftigten sich ebenfalls mit diesem Thema. Sie kamen zu der Erkenntnis, dass der Gewinn pro Aktie positiv mit der fixen Vergütung des Vorstandes korreliert.<sup>250</sup>

Magnan et al. beschäftigten sich in ihrer Studie mit der Frage, ob die Vorstandsvergütung in kanadischen Unternehmen leistungsabhängig ist. Hierzu untersuchten Sie Daten von 72 kanadischen Unternehmen in den Jahren 1984 – 1990. Im Gegensatz zu den oben dargelegten Studien konnten sie keinen signifikanten Zusammenhang zwischen Unternehmensperformance und Vorstandsvergütung finden.<sup>251</sup>

## 5.4. Zusammenfassender Vergleich

Während es in Großbritannien und in Kanada keine gesetzlichen Regelungen zur Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung gibt, legt der amerikanische Gesetzgeber zumindest die Vorgehensweise im Falle einer Veränderung der

---

<sup>245</sup> Zhou (1999)

<sup>246</sup> Smith / Watts (1992)

<sup>247</sup> Joskow et al. (1993)

<sup>248</sup> Hubbard / Palia (1995)

<sup>249</sup> Zhou (1997)

<sup>250</sup> Singh / Agarwal (2002)

<sup>251</sup> Magnan et al. (1995)

Bemessungsgrundlage fest. Zu hohe Auszahlungen an Vorstandsmitglieder müssen von Unternehmen drei Jahre rückwirkend zurückgefordert werden.

Die Corporate Governance Regelungen der New York Stock Exchange empfehlen die Festlegung von variablen, leistungsabhängigen Gehaltsbestandteilen, um Anreize zur Steigerung des langfristigen Unternehmenserfolges sowie der Aktienrendite zu setzen. Ähnliche Richtlinien enthält der UK Corporate Governance Code. Hier wird ebenfalls angeregt, einen Teil der Vorstandsvergütung von der Unternehmensperformance abhängig zu machen. Zusätzlich wird ein Vergleich mit anderen Unternehmen als sinnvoll erachtet, wobei auch auf mögliche Gefahren hingewiesen wird. Die Toronto Stock Exchange sieht vor, dass das Vergütungskomitee offenlegt, ob Unternehmensziele, die als Bemessungsgrundlage für die variablen Gehaltsbestandteile dienen, festgelegt und kontrolliert werden.

## **6. Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen der Vorstandsvergütung**

### **6.1. Vereinigte Staaten von Amerika**

#### **6.1.1. Regelungen zu Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen der Vorstandsvergütung**

##### **6.1.1.1. Gesetzliche Regelungen**

Der Gesetzgeber in den Vereinigten Staaten von Amerika gibt keine Bestimmungen vor, die sich mit Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen der Vorstandsvergütung beschäftigen. Dadurch ist es den gelisteten Unternehmen möglich, die für sie bestmöglichen Formen von Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen der Vorstandsvergütung zu wählen.

##### **6.1.1.2. Corporate Governance Regelungen**

Aktienoptionen und Bezugsrechte machen einen wichtigen Teil der performanceabhängigen Vorstandsvergütung aus. Aus diesem Grund widmet die Corporate Governance diesem Teil der Vergütung einige Regelungen. So wird den Aktionären an zwei Stellen des New York Stock Exchange Manuals ein Mitspracherecht gewährt, um über eigenkapitalbasierte Vergütungspläne abzustimmen.<sup>252</sup> Sie haben ein Stimmrecht bei Entscheidungen über alle eigenkapitalbasierten Vergütungspläne sowie den dazugehörigen Unterlagen.<sup>253</sup>

Eigenkapitalbasierte Vergütungspläne sehen entsprechend der New York Stock Exchange die Vergütung von Mitarbeitern, Direktoren oder anderen Personen in Form von Wertpapieren des Unternehmens vor. Sollten eigenkapitalbasierte Vergütungsformen den oben genannten Parteien ohne Vergütungsplan angeboten werden, unterliegen diese trotzdem einer Aktionärsabstimmung.<sup>254</sup>

---

<sup>252</sup> NYSE (2013), § 303A.08 & NYSE (2013), § 312A.03

<sup>253</sup> NYSE (2013), § 303A.08

<sup>254</sup> NYSE (2013), § 303A.08

Im Manual werden jedoch folgende eigenkapitalbasierte Pläne explizit ausgeschlossen, für welche kein Aktionärsbeschluss notwendig ist:<sup>255</sup>

- Dividendenreinvestitionspläne,
- Pläne, die den Mitarbeitern, Direktoren oder sonstigen Personen das Recht geben, Anteile des Unternehmens am freien Markt zu marktüblichen Preisen zu erwerben.

Veränderungen bereits bestehender, eigenkapitalbasierter Vergütungspläne, wie z.B. die Erhöhung der Aktienausschüttung, unterliegen ebenfalls dem Mitbestimmungsrecht der Aktionäre. Außerdem müssen Pläne, die über kein Limit der maximal auszugebenden Aktien verfügen, bei jeder Ausschüttung einer erneuten Abstimmung unterzogen werden.

Das Manual nennt einige Ausnahmen von Vergütungsplänen, die keiner Aktionärsabstimmung unterliegen. Die Listing-Standards verlangen keine Aktionärsabstimmung bei

- Anreizplänen für Mitarbeiter,
- Zuschüssen oder Plänen im Zuge von Fusionen und Übernahmen
- und sonstigen Plänen oder Zuschüssen.

Diese Ausnahmen dürfen jedoch nur mit Zustimmung des unabhängigen Vergütungskomitees oder mit Zustimmung von mehr als der Hälfte der unabhängigen Boardmitglieder eingeführt werden.

Unter Anreizplänen für Mitarbeiter versteht die NYSE eigenkapitalbasierte Vergütungsformen wie z.B. Optionen, die den Mitarbeitern von gelisteten Unternehmen oder deren Tochtergesellschaften gewährt werden. Diese Anreizpläne müssen außerdem in Form einer Pressemitteilung, die sowohl die Anzahl der inkludierten Aktien, als auch die Anzahl der betroffenen Mitarbeiter enthält, veröffentlicht werden.

Pläne, die vorsehen, dass Mitarbeitern Aktien bis maximal 25.000 US Dollar im Jahr zu einem Rabatt von 15% erwerben können, werden bereits im § 401(a) und § 423

---

<sup>255</sup> NYSE (2013), § 303A.08

des Manuals behandelt und unterliegen keiner Aktionärsmitbestimmung. Auch eigenkapitalbasierte Vergütungspläne, die vor dem 30. Juni 2003 beschlossen und eingeführt wurden, unterliegen keiner Aktionärsmitbestimmung, selbst dann nicht, wenn diese Pläne später geändert werden.

### **6.1.2. Empirische Befunde zu Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen der Vorstandsvergütung**

Der eigenkapitalbasierte Teil der Vergütung wie z.B. Aktien oder Optionen gewinnt immer mehr an Bedeutung und nimmt bereits einen Großteil der Vorstandsvergütung ein. Im Jahr 1985 bestanden die Vorstandsvergütungen in den USA nur zu 8% aus Aktienoptionen.<sup>256</sup> 1990 waren es bereits 78% der Vergütungen. Bis zum Jahr 2001 ging der Anteil wieder auf 76% zurück.<sup>257</sup>

Ab den 1990er Jahren ist der Anteil der eigenkapitalbasierten Vergütung in den Vereinigten Staaten von Amerika angestiegen. Im Jahr 2007 wurden von den 200 größten Unternehmen bereits 13% der eigenen Stammaktien für die Vergütungspläne reserviert. Acht Jahre zuvor waren es erst 7%.<sup>258</sup> Jedoch sind Optionen als Vergütungsform nicht nur bei Vorständen sehr beliebt. Beinahe 15 Millionen U.S.-amerikanische Angestellte erhielten im Jahr 2005 Optionen als Teil ihrer Vergütung. Dadurch sollen die Mitarbeiter längerfristig an das Unternehmen gebunden werden. Außerdem soll dadurch auch das Aktionärsvermögen gesteigert werden. Aktienoptionen bieten die Möglichkeit, von der Steigerung des Aktienkurses zu profitieren. Wenn der Markt genügend Auftrieb für die Aktien erzeugt, ist es möglich, dass der Aktienkurs steigt, obwohl das Unternehmen im Vergleich zur Konkurrenz schlechtere Ergebnisse erwirtschaftet.<sup>259</sup>

Empirische Studien liefern unterschiedliche Ergebnisse zu diesem Thema.<sup>260</sup> Griner kam 1999 zu dem Ergebnis, dass kein Zusammenhang zwischen Aktienoptionen, welche dem Vorstand als Vergütung ausbezahlt wurden, und der Aktionärsrendite besteht. Unternehmen, die ihren Vorstandsmitgliedern Aktienoptionen als Teil der Vergütung gewähren, erzielten keine bessere Aktionärsrendite als Unternehmen ohne

---

<sup>256</sup> *Barris* (1992), S. 64

<sup>257</sup> *Bebchuk / Grinstein* (2005), S. 290

<sup>258</sup> *Ofek / Yermack* (2000), S. 1369

<sup>259</sup> *Bebchuk / Fried* (2005), S. 665 – 666

<sup>260</sup> *Nowicki et al.* (2006), S. 147 – 148

aktienoptionsbasierte Vergütung.<sup>261</sup> Nowicki, Lippitt und Lewis untersuchten, ob eine aktienoptionsbasierte Vergütung den Unternehmenswert positiv beeinflusst. Dazu analysierten sie Daten zu 297 Unternehmen aus verschiedenen Industriebereichen in den Vereinigten Staaten von Amerika. Sie kamen zu dem Schluss, dass eine aktienoptionsbasierte Vergütung den Unternehmenswert positiv beeinflusst.<sup>262</sup>

Ofek und Yermack untersuchten die Veränderungen der Aktien und Optionen, welche von den Vorstandsmitgliedern gehalten wurden. Für die Studie wurden 1646 Unternehmen in den Jahren 1992 bis 1995 herangezogen. Ziel war es, herauszufinden, ob es einen Konflikt zwischen den performanceabhängigen Vergütungsstrategien des Boards und den Diversifikationszielen der Manager gibt. Sie sind zu dem Ergebnis gekommen, dass Manager, die bereits einen größeren Anteil am Unternehmen besitzen, Aktien verkaufen, sobald sie neue Optionen erhalten. Dadurch wollen sie ihr eigenes Risiko minimieren und ihren Aktienbestand diversifizieren. Manager, die erst über einen geringen Anteil am Unternehmen verfügen, verkaufen hingegen keine Aktien des Unternehmens, wenn sie im Zuge der Vergütung Optionen erhalten. Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass eine eigenkapitalbasierte Vergütung vor allem bei Managern mit einem geringen Anteil am Unternehmen sinnvoll ist.<sup>263</sup>

Diese Studien lassen erkennen, dass der Einfluss von Aktienoptionen und Aktien als Teil der Vorstandsvergütung umstritten ist. Es konnte nicht eindeutig nachgewiesen werden, ob dadurch ein Nutzen für die Aktionäre erzielt werden kann.

## **6.2. Großbritannien**

### **6.2.1. Regelungen zu Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen der Vorstandsvergütung**

#### **6.2.1.1. Gesetzliche Regelungen**

Ähnlich wie bei der Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung gibt der Gesetzgeber auch in Hinblick auf Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen der Vorstandsvergütung keine Regelungen vor. Diese Regelungen werden vom UK

---

<sup>261</sup> Griner (1999), S. 436

<sup>262</sup> Nowicki et al. (2006), S. 151 – 154

<sup>263</sup> Ofek / Yermack (2000), S. 1371 – 1383

Corporate Governance-Kodex übernommen. Dieser sieht hier einige explizite Regelungen vor. Der Gesetzgeber in Großbritannien beschränkt seine Vorgaben hauptsächlich auf die Offenlegungspflichten zu Vorstandsvergütungen (siehe Kapitel 8).

### **6.2.1.2. Corporate Governance Regelungen**

Der UK Corporate Governance Code enthält einige Regelungen zu eigenkapitalbasierten Vergütungsformen. So sieht er explizit vor, dass ein signifikanter Teil der Vergütung leistungsabhängig und von Unternehmenszielen sowie von persönlichen Zielen abhängig sein muss. Hierbei handelt es sich um eine verpflichtende Regelung.<sup>264</sup> Da Aktienoptionen und Bezugsrechte sehr oft als leistungsabhängige Vergütung herangezogen werden, wird ihnen große Aufmerksamkeit gewidmet.

Laut UK Corporate Governance Code sollte den Aktionären ein Mitspracherecht über alle neuen, langfristigen und leistungsabhängigen Vergütungsplänen gewährt werden und deren Einführung erst nach erfolgter Zustimmung der Aktionäre möglich sein. Auch bei signifikanten Änderungen sollte die Zustimmung der Aktionäre eingeholt werden. Hierbei handelt es sich um eine nicht-verpflichtende Regelung.<sup>265</sup>

Der Anhang A des UK Corporate Governance Code beschäftigt sich mit dem Design der leistungsabhängigen Vergütung und sieht einige Empfehlungen vor. So sollte bei der Erstellung eines Vergütungsplans darauf geachtet werden, dass die Vergütung nach oben hin nicht begrenzt ist. Es sollte auch in Betracht gezogen werden, einen Teil der Vergütung in Aktien auszubezahlen, die über einen längeren Zeitraum gehalten werden müssen. So sollten Aktien oder Aktienoptionen zumindest drei Jahre gehalten werden müssen, bevor sie verkauft werden können. Dadurch soll die Langfristigkeit der Vergütungsform gewährleistet werden. Weiters sollte für Aktienoptionen kein Rabatt gewährt werden.

Anhang A weist ebenfalls darauf hin, dass langfristige Vergütungsformen einer Aktionärsabstimmung unterliegen sollten. Neue, langfristige Vergütungspläne sollten nach Möglichkeit auch alte Pläne gänzlich oder zumindest zum Teil ersetzen. Es ist auch darauf zu achten, dass eigenkapitalbasierte Vergütungsformen leistungsabhängig sind

---

<sup>264</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D. 1

<sup>265</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.2.4

und nicht zum Grundgehalt gezählt werden. Dieser Teil der Vergütung sollte in Tranchen anstatt eines einmaligen Betrages ausbezahlt werden. Jedoch sind auch diese Regelungen nicht-verpflichtend.<sup>266</sup>

### **6.2.2. Empirische Befunde zu Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen der Vorstandsvergütung**

In den Jahren 1993 bis 1995 stieg der Anteil von Aktienoptionen in der Vorstandsvergütung um 145% von 111.000 Pfund in 1993 auf über 270.000 Pfund im Jahr 1995. Das entspricht einem Anteil von beinahe 41% der absoluten Vorstandsvergütung und kommt einer signifikanten Steigerung gleich. Im Jahr 1993 lag der Anteil von Aktienoptionen an der Gesamtvergütung nur bei 26%.<sup>267</sup> Im Jahr 2000 unterhielten bereits zahlreiche Unternehmen langfristige Anreizsysteme und belohnten ihre Vorstände mit Aktienoptionen, um sie zu motivieren, die Unternehmensperformance zu steigern und die Interessen der Vorstände stärker an die der Aktionäre zu binden.<sup>268</sup> Jenkin und Seiler kamen 1990 zu dem Schluss, dass ein höherer Aktienanteil der Vorstandsmitglieder deren unternehmerisches Denken steigert. Das führt ihrer Ansicht nach dazu, dass mehr Interesse an langfristigen Projekten gezeigt und der Unternehmenswert gesteigert wird.<sup>269</sup> Diese Ergebnisse der Studie stimmen mit der Agency Theorie überein, die besagt, dass Vorstandsmitglieder stärker den langfristigen Unternehmenserfolg anstreben, wenn ihre Interessen mit denen der Aktionäre übereinstimmen.<sup>270</sup> Diese gemeinsamen Interessen fördern auch Innovationen, die den Unternehmenswert steigern.<sup>271</sup> Johl et al. analysierten in ihrer Studie „Remuneration Structure and Corporate Entrepreneurship: A UK Study“, ob es einen Zusammenhang zwischen unternehmerischen Aktivitäten und Aktienoptionen als Vergütungsbestandteil gibt. Dafür untersuchten sie 100 Unternehmen aus Großbritannien und kamen zu der Erkenntnis, dass kein Zusammenhang zwischen diesen beiden Variablen besteht. Zur Bestätigung dieser These wurden Interviews geführt. Das Ergebnis war jedoch nicht eindeutig, da nur die

---

<sup>266</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, Schedule A

<sup>267</sup> *McKnight / Tomkins (1999)*, S. 225

<sup>268</sup> *Pass et al. (2000)*, S. 131 – 135

<sup>269</sup> *Jenkins / Seiler (1990)*

<sup>270</sup> *Jensen / Meckling (1976)*

<sup>271</sup> *Finkelstein / D'Aveni (1994)*

Hälfte der befragten Personen der Meinung war, dass Aktienoptionen als Teil der Vorstandsvergütung unternehmerische Aktivitäten fördern. Die zweite Hälfte stand dem Thema neutral gegenüber.<sup>272</sup>

Pass et al. untersuchten in ihrer Studie langfristige Anreizsysteme wie z.B. Aktienoptionen. Dafür analysierten sie 150 Unternehmen im Zeitraum 1994 – 1999. Die Autoren fanden heraus, dass, je größer ein Unternehmen ist, desto größer ist der Anteil an langfristigen Anreizsystemen in der Basisvergütung. Dieser Anteil geht von über 100% bei großen Unternehmen bis 0% bei kleineren Firmen. Als Performanceziele zieht das Board oft Kennzahlen, wie Gewinn pro Aktie, heran. 76 % der Unternehmen wählten dieses Ziel. Zusätzlich wurden in einigen Fällen der Total Shareholder Return, der Aktienpreis oder individuelle Ziele herangezogen.<sup>273</sup>

Knight und Tomkins untersuchten im Jahr 1999 in ihrer Studie „Top Executive Pay in the United Kingdom: A Corporate Governance Dilemma“, ob die Vergütung mit Aktienoptionen einen Einfluss auf die Aktionärsrendite hat. Dazu zogen sie Daten von 109 Unternehmen aus den Jahren 1991 bis 1995 heran. Sie kamen zu dem Ergebnis, dass es einen Zusammenhang zwischen Aktienoptionen und der Aktionärsrendite gibt. Das Ergebnis war eindeutig und signifikant.<sup>274</sup> Dieses Resultat steht im Gegensatz zu einer Studie von Main et al.<sup>275</sup>

## **6.3. Kanada**

### **6.3.1. Regelungen zu Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen der Vorstandsvergütung**

#### **6.3.1.1. Gesetzliche Regelungen**

Der „Canada Business Corporations Act“ enthält ebenfalls keine gesetzlichen Regelungen, an die sich Vorstände im Zusammenhang mit Aktienoptionen und Bezugsrechte im Rahmen der Vorstandsvergütung halten müssen. Die Vorstände dürfen frei wählen, ob Aktienoptionen und Bezugsrechte Bestandteile der Vorstandsvergütung sein sollen.

---

<sup>272</sup> Johl et al. (2013), S. 118 – 124

<sup>273</sup> Pass et al. (2000), S. 131 – 135

<sup>274</sup> McKnight / Tomkins (1999), S. 233

<sup>275</sup> Main et al. (1996)

### 6.3.1.2. Corporate Governance Regelungen

Die Corporate Governance Regelungen der Toronto Stock Exchange beinhalten zahlreiche Richtlinien zu eigenkapitalbasierten Vergütungsformen, wie z.B. Aktienoptionen. Diese sind im § 613 des TSX Manual zu finden und sind von gelisteten Unternehmen verpflichtend einzuhalten.

So müssen alle eigenkapitalbasierten Vergütungsarten, welche neu eingeführt oder in ihrer bestehenden Art und Weise verändert werden, von einer Mehrheit der Mitglieder des Board of Directors sowie von einer Mehrheit der Aktionäre gebilligt werden. Weiters müssen eigenkapitalbasierte Vergütungsformen, die über keinen fixen Maximalwert verfügen, mindestens alle drei Jahre nach Einführung einer erneuten Abstimmung unterzogen werden. Auch hier müssen sowohl die Mehrheit der Aktionäre, als auch die der Mitglieder des Board of Directors erneut zustimmen. Sollte diese Billigung fehlen oder nicht zustande kommen, sind die eigenkapitalbasierten Vergütungsformen nichtig und dürfen nicht ausbezahlt werden. Weiters wird festgelegt, dass Aktionäre, die von den zum Votum stehenden Vergütungsformen profitieren würden, nicht an der Abstimmung teilnehmen dürfen, es sei denn, die Höhe der Vergütung liegt unter dem Insiderlimit.<sup>276</sup>

Im Absatz b des § 613 des Toronto Stock Exchange Manual werden jene eigenkapitalbasierten Vergütungsformen explizit aufgezählt, für welche diese Regelungen gelten:

- Aktienpläne, die zu Gunsten von Mitarbeitern oder anderen Personen eingeführt werden.
- Aktien, die individuellen Mitarbeitern oder Personen zugesprochen werden, wenn dies ohne dahinterliegenden Plan erfolgt.
- Aktienpläne, in denen das gelistete Unternehmen den Mitarbeitern oder sonstigen Personen einen Rabatt auf die Aktien gewährt.
- Alle anderen Vergütungspläne, die zum Teil oder ganz eigenkapitalbasiert sind.<sup>277</sup>

---

<sup>276</sup> TSX (2013), § 613 (a)

<sup>277</sup> TSX (2013), § 613 (b)

Weiters müssen alle eigenkapitalbasierten Vergütungspläne nach erfolgter Aktionärszustimmung bei der Börse gemeldet werden. Ansonsten dürfen die Wertpapiere nicht an der Börse gehandelt werden.

### **6.3.2. Empirische Befunde zu Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen der Vorstandsvergütung**

Wie auch in den Vereinigten Staaten von Amerika sind Aktienoptionen die beliebteste Form von langfristigen Anreizsystemen in kanadischen Unternehmen.<sup>278</sup> So vergüteten im Jahr 1999 94% der größten, börsennotierten Unternehmen in Kanada mit Aktienoptionsplänen.<sup>279</sup> Aktienoptionen machen im Durchschnitt ein Drittel der absoluten Vorstandsvergütung in Kanada aus.<sup>280</sup>

Es beschäftigten sich bereits einige Wissenschaftler mit dem Thema der aktienoptionsbasierten Vorstandsvergütung. Rakoto hat in seiner Studie „Corporate governance, excessive stock option compensation and earnings restatement: evidence from Canada“ einen Zusammenhang zwischen aktienoptionsbasierter Vorstandsvergütung und der Veröffentlichung von berichtigten Finanzberichten untersucht. Er analysierte 29 börsennotierte, kanadische Unternehmen im Zeitraum 2006 – 2011. Er kam zu dem Schluss, dass ein signifikanter Zusammenhang zwischen exzessiven aktienoptionsbasierten Vergütungsformen und der nachträglichen Berichtigung von Finanzberichten besteht.<sup>281</sup>

Zhou untersuchte die Vergütungsstruktur von 365 kanadischen Unternehmen und kam zu dem Ergebnis, dass zwischen 1991 und 1994 ein CEO durchschnittlich 2,81% am eigenen Unternehmen hielt. Dieser Anteil war etwas höher als der Vergleichswert in den Vereinigten Staaten von Amerika.<sup>282</sup> In einer anderen Studie fand der Autor heraus, dass CEOs von kleineren Unternehmen einen größeren Aktienanteil am eigenen Unternehmen besitzen als CEOs von größeren Unternehmen.<sup>283</sup>

---

<sup>278</sup> *St-Onge et al. (2001)*, S. 251

<sup>279</sup> *Rakotosoa (1999)*

<sup>280</sup> *Magnan et al. (1999)*

<sup>281</sup> *Rakoto (2012)*

<sup>282</sup> *Zhou (1999)*, S. 292

<sup>283</sup> *Zhou (2000)*, S. 234

## 6.4. Zusammenfassender Vergleich

Die Gesetzgeber legen weder in den USA, in Großbritannien noch in Kanada fest, in welcher Form Vorstandsmitglieder durch Aktienoptionen und Bezugsrechte entlohnt werden dürfen bzw. müssen. Sie überlassen die Regelung dieses Bereiches zur Gänze den Corporate Governance Richtlinien.

Die Corporate Governance Regelungen der NYSE sehen die Erstellung von Vergütungsplänen vor, in denen die Gewährung von Aktienoptionen und Bezugsrechten geregelt wird. Der UK Corporate Governance enthält ebenfalls Empfehlungen zur Gestaltung der leistungsabhängigen Vergütung, die Aktienoptionen und Bezugsrechte beinhaltet. Diese sind etwas konkreter und geben u.a. eine Mindesthaltedauer vor. Die Toronto Stock Exchange enthält verpflichtende Regelungen zu diesem Thema. So muss z.B. ein Maximalwert für Aktienoptionen und Bezugsrechte festgelegt werden. Außerdem unterliegen eigenkapitalbasierte Vergütungspläne einer Meldepflicht bei der Börse. In allen drei Ländern gibt es ein Mitspracherecht für Aktionäre über die Einführung bzw. Änderung von Vergütungsplänen, welches in Form einer Abstimmung erfolgt.

## **7. Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit**

### **7.1. Vereinigte Staaten von Amerika**

#### **7.1.1. Regelungen zur Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit**

##### **7.1.1.1. Gesetzliche Regelungen**

Der Gesetzgeber in den Vereinigten Staaten von Amerika gibt keine Bestimmungen vor, die sich mit der Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit beschäftigen. Hier werden Unternehmen keinen Regelungen unterworfen und dürfen die Ausgestaltung der Vorstandsvergütung auch in diesem speziellen Fall frei wählen.

##### **7.1.1.2. Corporate Governance Regelungen**

Ebenso enthalten auch die Corporate Governance Regelungen der NYSE keine Bestimmungen, die die Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit behandeln.

#### **7.1.2. Empirische Befunde zur Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit**

Die Vorstandsvergütung stand in den letzten Jahren häufig im Mittelpunkt kritischer Pressediskussionen. Während ein Teil der Vorstandsvergütung leistungsabhängig ist, trifft dies auf Abfindungszahlungen nicht zu. In U.S. amerikanischen Unternehmen beträgt die typische CEO Abfindungszahlung das Drei- bis Fünffache der jährlichen Vergütung. Vorstandsmitglieder erhalten diese Zahlungen, wenn der Vertrag vorzeitig beendet wird, im Fall von Unternehmenszusammenschlüssen, Unternehmensverkäufen oder sonstigen Veränderungen in der Eigentümerstruktur. Abfindungen unterscheiden sich sehr stark voneinander und werden auch nicht in allen Unternehmen bezahlt. Nichtsdestotrotz sind solche Zahlungen üblich. 52% der 1.000 größten Unternehmen in den Vereinigten Staaten von Amerika gewähren diese Trennungsschädigungen.

Es gibt zwei wesentliche Gründe, die dafür ausschlaggebend sind. Als häufiger, rationaler Grund für solche Zahlungen werden außergewöhnliche Leistungen von CEOs genannt. Gut aufgestellte Unternehmen verfügen über relativ geringe Schulden, eine hohe Liquidität, stabile Erträge und gute Wachstumschancen. Manager solcher Unternehmen werden als erfolgreich bezeichnet und sollen für ihre Leistungen entlohnt werden.<sup>284</sup>

Als zweiten Grund wird oft die Angst vor Übernahme genannt.<sup>285</sup> Unternehmen, vor allem erfolgreiche, sind der Gefahr einer Übernahme durch die Konkurrenz oder Investoren ausgesetzt. Daher verfügen viele Firmen über ausgeklügelte Verteidigungsmaßnahmen. So muss der Vertrag des Vorstandes im Falle einer Übernahme oft mit teuren Einmalzahlungen aufgelöst werden. Das kann zu erheblichen Mehrkosten führen.<sup>286</sup> Es gibt zahlreiche Studien, die belegen, dass diese Einmalzahlungen zu weniger Übernahmen führen.<sup>287</sup> Borokhovich, Brunarski und Parrino belegen in ihrer Studie, dass Unternehmen, welche über solche Verteidigungsmaßnahmen hinsichtlich möglicher Übernahmen verfügen, generell auch eine höhere Vorstandsvergütung bezahlen.<sup>288</sup> Jedoch besteht bei solchen Verträgen die Gefahr, dass Vorstandsmitglieder aus Eigeninteresse eine Übernahme durch die Konkurrenz oder durch andere Investoren forcieren, um diese Zahlungen zu erhalten.<sup>289</sup>

In den vergangenen Jahren stieg die Bereitschaft des Boards, Vorstandsmitglieder frühzeitig zu entlassen. Sollte es doch zu einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit durch das Board kommen, wird der CEO durch lukrative Zuschüsse zusätzlich zu den vertraglich vereinbarten Zahlungen großzügig entschädigt. Es wird angenommen, dass gute, persönliche Beziehungen zwischen Board und CEO zu diesen Zahlungen führen, obwohl das Board dem CEO nur die vertraglich vereinbarten Zahlungen auszahlen müsste. Wenn die Mitglieder des Boards unterschiedliche Meinungen und Loyalität zum CEO aufweisen, können Entschädigungszahlungen erforderlich

---

<sup>284</sup> Dalton et al. (1993), S. 69 – 70

<sup>285</sup> Dalton et al. (1993), S. 70

<sup>286</sup> Bebchuk / Fried (2005), S. 658

<sup>287</sup> Bebchuk / Fried (2005), S. 661

<sup>288</sup> Borokhovich et al. (1997)

<sup>289</sup> Dalton et al. (1993), S. 72

sind, um eine Vertragsauflösung zu erreichen. Nichtsdestotrotz sind vorzeitige Beendigungen der Vorstandsverträge nach wie vor eher die Ausnahme und benötigen einen starken Druck von außen.<sup>290</sup>

Es besteht für Unternehmen auch die Möglichkeit einer Insolvenz und das dadurch bedingte frühzeitige Ausscheiden des CEOs.<sup>291</sup> Untersuchungen zeigen, dass CEOs von insolventen Firmen Schwierigkeiten haben, eine vergleichbare Position zu bekommen. 52% von Top-Manager, die ihren Job aufgrund dieser Umstände verlieren, finden innerhalb der darauffolgenden drei Jahre keine neue Anstellung in börsennotierten Unternehmen.<sup>292</sup>

## **7.2. Großbritannien**

### **7.2.1. Regelungen zur Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit**

#### **7.2.1.1. Gesetzliche Regelungen**

Das Gesetz in Großbritannien lässt ebenfalls offen, wie Regelungen zur Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit aussehen können. Hier schlägt der Gesetzgeber einen ähnlichen Weg ein wie in den Vereinigten Staaten von Amerika. Damit jedoch die Transparenz der Vorstandsvergütung gegeben ist, werden den Unternehmen konkrete Bestimmungen vorgegeben, wie sie die Vorstandsvergütung veröffentlichen müssen (siehe Kapitel 8).

#### **7.2.1.2. Corporate Governance Regelungen**

Der UK Corporate Governance Code enthält nur eine Richtlinie, die sich mit der frühzeitigen Beendigung der Tätigkeit von Vorstandsmitgliedern beschäftigt. So wird empfohlen, dass das Vergütungskomitee die Vergütung inklusive Pensionsansprüche im Falle frühzeitiger Beendigungen genau regeln soll. Hierbei handelt es sich um eine nicht-verpflichtende Bestimmung. Weitere bzw. genauere Regelungen zur Ausgestaltung der Vergütung sind im Kodex nicht zu finden.<sup>293</sup>

---

<sup>290</sup> *Bebchuk / Fried (2005)*, S. 659 – 663

<sup>291</sup> *Dalton et al. (1993)*, S. 72 – 73

<sup>292</sup> *Gilson (1989)*

<sup>293</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.1.4

## **7.2.2. Empirische Befunde zur Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit**

Da es kaum gesetzliche Regelungen bzw. Corporate Governance Richtlinien im Bereich der Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit gibt, konnten hier auch keine wissenschaftlichen Studien gefunden werden, die sich mit diesem Thema beschäftigen.

## **7.3. Kanada**

### **7.3.1. Regelungen zur Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit**

#### **7.3.1.1. Gesetzliche Regelungen**

Ähnlich wie auch den anderen Teilbereichen der Vorstandsvergütung gibt der kanadische Gesetzgeber auch im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit keine konkreten Bestimmungen vor. Unternehmen und Vorstände können dadurch die für sie bestmögliche Regelung finden und müssen sich nicht an einschränkende gesetzliche Regelungen halten.

#### **7.3.1.2. Corporate Governance Regelungen**

Ähnlich wie auch in den Vereinigten Staaten von Amerika und Großbritannien gibt es in den kanadischen Corporate Governance Regelungen keine Bestimmungen die sich mit der Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandsvergütung beschäftigen. Dadurch ist es den Unternehmen freigestellt, ob es für die Vorstände eigene Regelungen geben soll, die sich mit einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit beschäftigen oder nicht.

### **7.3.2. Empirische Befunde zur Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit**

Da auch in Kanada weder das Gesetz noch die Corporate Governance Richtlinien Vorgaben zur Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit enthalten, wurden keine wissenschaftlichen Studien zu diesem Thema gefunden.

## **7.4. Zusammenfassender Vergleich**

Hinsichtlich der Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung von Vorstandstätigkeiten gibt es in keinem der drei untersuchten Länder gesetzliche Vorschriften. Die Corporate Governance Richtlinien in den USA und in Kanada verzichten ebenfalls auf die Behandlung dieses Themas. Einzig der UK Corporate Governance Code legt fest, dass die Vergütungskomitees die Vergütung von Vorstandsmitgliedern im Falle einer frühzeitigen Beendigung ihrer Tätigkeit genau regeln müssen. Angaben zur konkreten Ausgestaltung gibt es nicht.



## 8. Offenlegung der Vorstandsvergütung

### 8.1. Vereinigte Staaten von Amerika

#### 8.1.1. Regelungen zur Offenlegung der Vorstandsvergütung

##### 8.1.1.1. Gesetzliche Regelungen

Die Offenlegung wird in den Vereinigten Staaten von Amerika im Gegensatz zu den bisher behandelten Themen zur Vorstandsvergütung sehr genau geregelt. Der „Dodd Frank Act“ legt fest, dass gelistete Unternehmen bei jeder jährlichen Generalversammlung die Vergütung des Vorstandes offenlegen müssen.<sup>294</sup> Weiters ist es erforderlich, explizit darzulegen, ob die Vergütung in Verbindung mit der Unternehmensperformance steht. So müssen alle Aktien oder Optionen des gelisteten Unternehmens, die im Zuge der Vergütung ausgegeben wurden, bewertet und offengelegt werden.<sup>295</sup> Damit soll sichergestellt werden, dass die gesamte Vergütung des Vorstandes offengelegt, und falls vorhanden, der Bezug zur Unternehmensperformance gezeigt wird. Die Publizierung dieser Informationen kann auch mit Hilfe eines Diagramms veranschaulicht werden.<sup>296</sup>

§ 953 (b) des „Dodd Frank Act“ beinhaltet weitere, ergänzende Informationen zur Vorstandsvergütung, die gelistete Unternehmen ebenfalls offenlegen müssen:

- Median der jährlichen totalen Vergütung aller Mitarbeiter exklusive des CEOs
- Jährliche Vergütung des CEOs
- Verhältnis der CEO-Vergütung zum Median der restlichen Mitarbeiter

Weiters muss das Unternehmen eine Richtlinie veröffentlichen, die sicherstellt, dass Vorstandsmitglieder zu hohe Vergütungen zurückzahlen müssen, die sie aufgrund falsch berechneter Bemessungsgrundlagen erhalten haben.<sup>297</sup>

In § 229.402 des Title 17 im Code of Federal Regulation sind die Offenlegungspflichten von gelisteten Unternehmen noch einmal angeführt. So muss die Vergütung für den

---

<sup>294</sup> *DFAct* (2010)

<sup>295</sup> *DFAct* (2010), § 953 (a) (i)

<sup>296</sup> *DFAct* (2010), § 953 (a) (i)

<sup>297</sup> *DFAct* (2010), § 954 (b)

CEO und zusätzlich für die vier Mitarbeiter mit der höchsten Vergütung im Unternehmen in einer klaren und verständlichen Weise offengelegt werden. Es ist erforderlich, jede Form der Vergütung für diese Offenlegungspflicht zu berücksichtigen. Die Höhe der Vergütung muss für das ganze Finanzjahr im Zuge der jährlichen Generalversammlung veröffentlicht werden.<sup>298</sup>

Die Offenlegung der Vergütung für die jeweiligen Personen muss

- den Namen
- das betroffene Geschäftsjahr
- die Höhe des Grundgehaltes
- sowie die Höhe aller Boni

enthalten.<sup>299</sup> Auch Boni, die im Zuge langfristiger, leistungsabhängiger Vergütung in Form von Aktien oder Optionen ausbezahlt werden, müssen veröffentlicht werden. Das umfasst den Wert und die Anzahl der Aktien sowie Optionen.<sup>300</sup> Auch Vergütungen, die nicht explizit von diesen Bestimmungen erfasst werden, müssen offengelegt werden.<sup>301</sup> Mit dieser Richtlinie will der Gesetzgeber sicherstellen, dass die gesamte Vorstandsvergütung offengelegt wird.

Es muss nicht nur die Höhe der Vergütung, sondern auch die Struktur der Vorstandsvergütung veröffentlicht werden. Vor allem der Zusammenhang zwischen Unternehmenserfolg und Vergütung muss dargelegt werden.<sup>302</sup> Die Vergütung der vergangenen Jahre soll mit Hilfe eines Diagramms veranschaulicht werden, das den gesamten Shareholder Return zeigt.<sup>303</sup> Damit gilt es aufzuzeigen, ob die Entlohnung des Managements in angemessener Relation zum erzielten Output für die Aktionäre steht. Zusätzlich muss das gelistete Unternehmen mindestens einmal jährlich die Say-on-Pay-Abstimmungsergebnisse über die Vorstandsvergütung veröffentlichen.<sup>304</sup>

---

<sup>298</sup> *CFR - Title 17 (2013)*, § 229.402 (a)

<sup>299</sup> *CFR - Title 17 (2013)*, § 229.402 (b)

<sup>300</sup> *CFR - Title 17 (2013)*, § 229.402 (c)

<sup>301</sup> *CFR - Title 17 (2013)*, § 229.402 (c)(v)

<sup>302</sup> *CFR - Title 17 (2013)*, § 229.402 (k)

<sup>303</sup> *CFR - Title 17 (2013)*, § 229.402 (l)

<sup>304</sup> *DFAct (2010)*, § 951 (d)

### 8.1.1.2. Corporate Governance Regelungen

Die Corporate Governance Regelungen der NYSE enthalten ebenfalls zahlreiche Offenlegungspflichten zum Thema Vergütung. Dies soll dazu führen, dass Aktionäre einen besseren Einblick in die Zusammensetzung der CEO-Vergütung und auch den Beschlussprozess erhalten. Die Richtlinien zur Offenlegung des Vergütungskomitees und der Unabhängigkeit der Direktoren sind in Item 407 (a) der Regelung S-K von der SEC publiziert. Laut 303A.02 der Corporate Governance Standards der NYSE sind alle gelisteten Unternehmen daran gebunden. Es müssen Richtlinien zur Vorstandsvergütung publiziert werden, die Vorgaben zur Festlegung von Höhe und Struktur der Gehälter enthalten. Alle Direktoren müssen hinsichtlich ihrer Unabhängigkeit überprüft und deren Namen nach der Wahl veröffentlicht werden. Es muss angegeben werden, ob sie Mitglieder eines Komitees (z.B. Vergütungskomitee) sind und ob sie den Unabhängigkeitstest bestanden haben.<sup>305</sup> Für alle unabhängigen Direktoren müssen etwaige Verbindungen oder Geschäftsbeziehungen mit dem gelisteten Unternehmen veröffentlicht werden.<sup>306</sup> Die Anzahl der Sitzungen des Board of Directors sowie die Namen jener Direktoren, die bei weniger als 75% der Sitzungen anwesend waren, sollen ebenfalls bekanntgegeben werden. Diese Informationen müssen auf der Homepage des gelisteten Unternehmens verfügbar sein, bzw. muss ein Hinweis auf der Homepage zu finden sein, wo diese Informationen veröffentlicht wurden.<sup>307</sup>

Es muss offengelegt werden, ob das Unternehmen über ein Vergütungskomitee verfügt, wer die Mitglieder dieses Komitees sind und wie viele Sitzungen im Laufe des Geschäftsjahres stattgefunden haben. Die Aufgaben der einzelnen Komiteemitglieder sind ebenfalls Bestandteil dieser Veröffentlichungspflicht.<sup>308</sup>

Sollte das Vergütungskomitee über eine Satzung verfügen, muss auch diese veröffentlicht werden. Auch eine kurze Beschreibung über den Ablauf des Prozesses zur Festlegung der Vorstandsvergütung muss offengelegt werden. Hier soll erklärt werden, welchen Einfluss das Vergütungskomitee auf die Festlegung der Gehälter hat sowie welche Möglichkeiten dem Vergütungskomitee zur Verfügung stehen, um seine Aufgaben weiterdelegieren zu können. Die Namen externer Berater, die vom Vergütungskomitee eingesetzt wurden, um mit ihrem Wissen das Komitee bei der Festlegung der

---

<sup>305</sup> *Securities Act (1933)*, § 407 (a)

<sup>306</sup> *Securities Act (1933)*, § 407 (a) (3)

<sup>307</sup> *Securities Act (1933)*, § 407 (b)

<sup>308</sup> *Securities Act (1933)*, § 407 (b) (3)

Vergütung zu unterstützen, müssen ebenfalls veröffentlicht werden. Hier ist darauf zu achten, dass mögliche weitere Tätigkeiten der Berater, die für das gelistete Unternehmen oder dessen Tochtergesellschaften geleistet werden, ebenfalls offengelegt werden.<sup>309</sup> Sollte eine Aufgabe des Vergütungskomitees an andere Komitees übertragen werden, muss das auf der Website des Unternehmens publiziert werden. Im jährlichen Geschäftsbericht muss ebenfalls bekannt gegeben werden, dass die Satzung des Vergütungskomitees auf der Homepage des gelisteten Unternehmens zu finden ist.<sup>310</sup>

### **8.1.2. Empirische Befunde zur Offenlegung der Vorstandsvergütung**

Donahue untersuchte im Jahr 2008 Probleme hinsichtlich unvollständiger Offenlegung zur Vorstandsvergütung und zog dazu die Studie von Bebchuk und Fried heran. Es identifizierte zwei Hauptprobleme:<sup>311</sup> 1) Aktionäre können nur unzureichenden Einfluss auf das Board hinsichtlich der Vorstandsvergütung ausüben. 2) Die unvollständige oder fehlende Offenlegung kann zu hohen Kosten führen, da Medien, soziale oder professionelle Gruppen nicht über das Ausmaß der kompletten Vergütung in Kenntnis gesetzt sind.<sup>312</sup> Eine vollständige Offenlegung der absoluten Vorstandsvergütung informiert sowohl institutionelle Anleger als auch private Aktionäre über den aktuellen Level der Vergütung.<sup>313</sup>

Die Anzahl der Aktionärsbeschlüsse zeigt, dass das Thema der performanceabhängigen Vorstandsvergütungen in den letzten Jahren stark an Bedeutung gewonnen hat.<sup>314</sup> Im Jahr 2004 gab es 23 Aktionärsanfragen zu dem Thema, drei Jahre später bereits über 60. Der Prozentsatz der Aktionäre, die solche Anfragen befürworteten, stieg in dieser Periode von 19,2% auf 35,1%. Aktionäre empfanden das Thema der Vorstandsvergütung als das wichtigste im Jahr 2006.<sup>315</sup>

Franco et al. stellten sich in ihrer wissenschaftlichen Studie „The Effect of Disclosure on the Pay-Performance Relation“ die Frage, ob eine größere Transparenz in Unternehmen Einfluss auf die Managementvergütung hat. Sie untersuchten, ob durch eine umfassende Offenlegung von Unternehmensinformationen die Board- Effektivität und

---

<sup>309</sup> *Securities Act (1933)*, § 407 (e)

<sup>310</sup> *NYSE (2013)*, § 303A.05

<sup>311</sup> *Donahue (2008)*, S. 66 – 67

<sup>312</sup> *Bebchuk / Fried (2004)*, S. 51 – 66

<sup>313</sup> *Donahue (2008)*, S. 67

<sup>314</sup> *Bebchuk / Fried (2004)*, S. 52

<sup>315</sup> *Social Investment Forum / Institutional Shareholder Services (2007)*

die performanceabhängige Vorstandsvergütung gestärkt wird.<sup>316</sup> Ihre Ergebnisse belegen, dass durch eine verbesserte Offenlegung die Transparenz gesteigert und dadurch die Kontrollmöglichkeiten des Boards gestärkt wird. Dadurch agiert das Management mehr im Interesse der Aktionäre.<sup>317</sup> Außerdem führt eine weitreichende Offenlegung dazu, dass sich institutionelle Investoren und die Öffentlichkeit ein eigenes Bild über das Unternehmen verschaffen können. Diese externen Stakeholder können dann Druck auf das Board ausüben, damit dieses im Sinne der Aktionäre handelt.<sup>318</sup> Als letzten Punkt führten die Autoren an, dass eine verbesserte Offenlegung zu einer Steigerung des Informationssets des Boards führt.<sup>319</sup> Für ihre Studie verwendeten die Autoren Daten aus der ExecuComp Datenbank. Insgesamt untersuchten sie 12.791 Firmenjahren im Zeitraum 1998 – 2008. Wie vermutet, kamen sie zu dem Ergebnis, dass eine umfassende Offenlegung auch die performanceabhängige Vorstandsvergütung stärkt.<sup>320</sup> Hermalin kam im Jahr 1993 ebenfalls zu dem Ergebnis, dass eine bessere Information zu einer performanceabhängigeren Vergütung führt.<sup>321</sup>

## **8.2. Großbritannien**

### **8.2.1. Regelungen zur Offenlegung der Vorstandsvergütung**

#### **8.2.1.1. Gesetzliche Regelungen**

Der „Directors‘ Remuneration Report“ wurde am 1. August 2002 eingeführt und verpflichtet gelistete Unternehmen zur Offenlegung bestimmter Informationen zur Vorstandsvergütung. Die Vorstandsmitglieder eines gelisteten Unternehmens sind verpflichtet, für jedes Finanzjahr einen „Directors‘ Remuneration Report“ zu veröffentlichen, welcher vom Board genehmigt werden muss.<sup>322</sup> Zusätzlich ist die Zustimmung der Aktionäre des gelisteten Unternehmens zum „Directors‘ Remuneration Report“ bei der jährlichen Generalversammlung erforderlich.<sup>323</sup>

Im Anhang 7 des Gesetzes werden alle Informationen aufgelistet, die im „Directors‘ Remuneration Report“ enthalten sein müssen. So ist es notwendig, die Namen aller

---

<sup>316</sup> *Franco et al. (2013)*

<sup>317</sup> *Healy / Palepu (2001)* und *Ball (2006)*

<sup>318</sup> *Bebchuk / Fried (2005)*

<sup>319</sup> *Adams / Ferreira (2007)*

<sup>320</sup> *Franco et al. (2013)*, S. 13 – 16

<sup>321</sup> *Hermalin (1993)*

<sup>322</sup> *U.K. Companies Act (2006)*, § 234B - 234C

<sup>323</sup> *U.K. Companies Act (2006)*, § 241A

Mitglieder des Vergütungskomitees zu nennen und den Zeitraum, in dem sie im Komitee waren, anzugeben. Weiters sind alle anderen Personen anzuführen, welche für das Vergütungskomitee in beratender Funktion tätig waren.<sup>324</sup>

Der „Directors‘ Remuneration Report“ sieht vor, dass die Vergütung jedes einzelnen Vorstandsmitglieds veröffentlicht wird. Es müssen sowohl die absolute Höhe der Vergütung, die Höhe der Boni und alle sonstigen Vergütungsformen veröffentlicht werden. Auch Vergütungen nicht-monetärer Art sind von dieser Veröffentlichungspflicht betroffen.<sup>325</sup> Ein weiterer wichtiger Punkt ist die Veröffentlichung der Struktur der Vorstandsvergütung jedes einzelnen Mitgliedes. So müssen die Ziele genannt werden, welche ein Vorstandsmitglied zu erreichen hat, um etwaige Aktien oder sonstige langfristige Boni zu erhalten. Die einzelnen Ziele müssen in einer Erklärung gerechtfertigt werden. Weiters ist anzugeben, ob die zuvor genannten Ziele erreicht wurden und wie hoch die Vergütung jedes einzelnen Vorstandsmitglieds aufgrund der Zielerreichung war.<sup>326</sup> Die Anzahl der Aktien, die ein Vorstand in den vergangenen Jahren des Unternehmens gehalten hat, soll zusätzlich mit Hilfe eines Diagramms veranschaulicht werden.<sup>327</sup>

Die Dauer der Verträge der Vorstandsmitglieder sowie mögliche Zahlungen im Falle einer frühzeitigen Beendigung des Vertrages müssen ebenso veröffentlicht werden<sup>328</sup> wie die Anzahl der Aktien und Optionen, die einem Vorstandsmitglied im Zuge der Vergütung zugesprochen wurde.<sup>329</sup> Einen weiteren wichtigen Punkt im „Directors‘ Remuneration Report“ nimmt die langfristige, performanceabhängige Vergütung ein. So müssen alle Informationen, wie die z.B. Ziele, die es zu erreichen gilt, oder der Zeitraum, der dazu zur Verfügung steht, für jedes Vorstandsmitglied einzeln veröffentlicht werden.<sup>330</sup>

Auch mögliche Rechte zur Pensionszahlungen der Vorstände müssen im „Directors‘ Remuneration Report“ genannt werden. Hierbei muss die Höhe der zustehenden Pension eines jeden einzelnen Vorstandsmitglieds veröffentlicht werden.<sup>331</sup> Weiters sind allfällige Abfertigungszahlungen, die beim Verlassen des Unternehmens zustehen würden, Teil der Vergütung und müssen daher im „Directors‘ Remuneration Report“

---

<sup>324</sup> U.K. Companies Act (2006), Shedule 7 (2A)

<sup>325</sup> U.K. Companies Act (2006), Shedule 7 (6)

<sup>326</sup> U.K. Companies Act (2006), Shedule 7 (3)

<sup>327</sup> U.K. Companies Act (2006), Shedule 7 (4)

<sup>328</sup> U.K. Companies Act (2006), Shedule 7 (5)

<sup>329</sup> U.K. Companies Act (2006), Shedule 7 (7-9)

<sup>330</sup> U.K. Companies Act (2006), Shedule 7 (10-11)

<sup>331</sup> U.K. Companies Act (2006), Shedule 7 (12)

veröffentlicht werden.<sup>332</sup> Zusätzlich hat der „Directors‘ Remuneration Report“ auch alle Zahlungen zu enthalten, die an ehemalige Vorstandsmitglieder im Laufe des Finanzjahres geleistet wurden.<sup>333</sup>

Die zahlreichen und sehr genau definierten Richtlinien lassen erkennen, dass der Fokus des Gesetzgebers eindeutig auf den Veröffentlichungspflichten von Unternehmen liegt. Aktionäre sollen über die Höhe und Struktur der Vergütung jedes einzelnen Vorstandsmitglieds genau informiert sein.

### **8.2.1.2. Corporate Governance Regelungen**

Der UK Corporate Governance Code beschäftigt sich ebenfalls stark mit Veröffentlichungspflichten von Vorstandsvergütungen. Der Vorsitzende sowie die Mitglieder des Vergütungskomitees müssen im jährlichen Geschäftsbericht namentlich genannt werden. Weiters soll veröffentlicht werden, wie viele Meetings im abgelaufenen Geschäftsjahr stattgefunden haben und wie oft jeder einzelne Direktor anwesend war.<sup>334</sup> Die Unabhängigkeit der einzelnen Direktoren sollte ebenfalls im Geschäftsbericht ausführlich dargelegt werden. Das umfasst auch allfällige Beziehungen oder Umstände, die Zweifel hinsichtlich der Unabhängigkeit der Direktoren hervorrufen können.<sup>335</sup> Weiters wird der jährlichen Leistungsüberprüfung ein großer Stellenwert bei der Informationspflicht des gelisteten Unternehmens gegenüber den Aktionären eingeräumt. Das Board soll im Geschäftsbericht bekannt geben, wie die Leistungen des gesamten Boards und auch der einzelnen Komitees (z.B. Vergütungskomitee) überprüft werden.<sup>336</sup> Die externen Prüfer, die alle drei Jahre eine Leistungsüberprüfung des Boards vornehmen, sind ebenfalls zu nennen. Deren Statements sowie eine Feststellung der Unabhängigkeit der Direktoren sollen ebenfalls veröffentlicht werden.<sup>337</sup> Die Informationspflichten des Vergütungskomitees bestehen auch nach der Veröffentlichung des Geschäftsberich-

---

<sup>332</sup> *U.K. Companies Act (2006)*, Schedule 7 (13)

<sup>333</sup> *U.K. Companies Act (2006)*, Schedule 7 (14)

<sup>334</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § A.1.2

<sup>335</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § B.1.1

<sup>336</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § B.6.1

<sup>337</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § B.6.2

tes. Der Vorsitzende des Vergütungskomitees muss sich bei der jährlichen Generalversammlung den Fragen der Aktionäre stellen.<sup>338</sup> Werden externe Berater hinzugezogen, muss deren Unabhängigkeit geprüft und offengelegt werden.<sup>339</sup> Die wahrscheinlich wichtigste Regelung zur Veröffentlichung des Vergütungskomitees betrifft deren Aufgaben und Verantwortlichkeiten. Es ist erforderlich, die Verantwortlichkeiten des Vergütungskomitees darzulegen.<sup>340</sup> Sollte ein geschäftsführender Direktor nicht länger seiner ursprünglichen Tätigkeit folgen und die Funktion eines nicht-geschäftsführenden Direktors übernehmen, sollte im „Remuneration-Report“ veröffentlicht werden, ob der Direktor seine Vergütung weiter erhält und wie hoch diese ist. Hierbei handelt es sich nicht um eine verbindliche Richtlinie.<sup>341</sup>

### **8.2.2. Empirische Befunde zur Offenlegung der Vorstandsvergütung**

Die Qualität der offengelegten Informationen in Jahresabschlüssen und die dadurch ausgeübte Kontrolle über die Vorstandsvergütung geraten immer mehr ins Interesse der Öffentlichkeit.<sup>342</sup> Obwohl Unternehmen dazu verpflichtet sind, die Höhe der Vorstandsvergütung offenzulegen, ist die Qualität der Publikation teilweise zu hinterfragen.<sup>343</sup> Vor allem in Bezug auf Aktienoptionen kann eine mangelhafte Offenlegung zu einem opportunistischen Verhalten unter Vorständen führen.<sup>344</sup> Conyon et al. haben folgende drei Schlüsselvoraussetzungen identifiziert, die Unternehmen bei der Offenlegung erfüllen sollten: 1) Steigerung der Transparenz bei der Offenlegung von Aktienoptionen, 2) Ausbau der Unabhängigkeit des Vergütungskomitees und 3) Aufbau eines effektiven Kontrollmechanismus.<sup>345</sup>

In einer Studie von Hegazy und Hegazy stellten die Autoren die Frage, ob die Qualität der Offenlegung von gelisteten Unternehmen von der Unternehmensgröße bzw. von der Boardzusammensetzung abhängig ist. Dazu zogen sie Daten von den Top FTSE 100 Unternehmen aus Großbritannien aus dem Jahr 2008 heran. Ihre Ergebnisse belegen, dass ein Großteil der Unternehmen den Offenlegungspflichten des UK Corpo-

---

<sup>338</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § E.2.3

<sup>339</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.2.1

<sup>340</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § B.2.1/C.3.3/D.2.1

<sup>341</sup> *The UK Corporate Governance Code (2012)*, § D.1.2

<sup>342</sup> Forker (1992), S. 111

<sup>343</sup> Johl et al. (2013), S. 116 – 117

<sup>344</sup> Forker (1992)

<sup>345</sup> Conyon et al. (1995)

rate Governance Codes nachkam. So veröffentlichten 96% der Unternehmen die Namen sowie den Aufgabenbereich des Vergütungskomitees. In ebenfalls 96 % der Fälle wird der „Directors‘ Remuneration Report“ korrekt veröffentlicht. So kamen die Autoren zu dem Schluss, dass Unternehmen die Offenlegungspflichten des UK Corporate Code wahrnehmen. Es konnte jedoch kein signifikanter Zusammenhang zwischen der Größe des Unternehmens bzw. der Zusammensetzung des Boards und der Qualität der Offenlegungspflichten hergestellt werden, da sich ein Großteil der Unternehmen, unabhängig von der Größe oder der Zusammensetzung des Boards, an diese Pflichten hielt.<sup>346</sup>

## **8.3. Kanada**

### **8.3.1. Regelungen zur Offenlegung der Vorstandsvergütung**

#### **8.3.1.1. Gesetzliche Regelungen**

Die „Canadian Securities Administrators“ (CSA) hat einige Bestimmungen zur Offenlegung der Vorstandsvergütung festgelegt. Die Organisation ist primär dafür verantwortlich, die einzelnen Regelungen zum Wertpapierrecht in Kanada zu harmonisieren. Da Kanada aus zehn Provinzen und drei Territorien besteht, in denen unterschiedliche Gesetze gelten, wurden die „Canadian Securities Administrators“ gegründet, um die Regelungen in Kanada zu vereinheitlichen.

In Kanada muss jedes gelistete Unternehmen das Formular 51-102F6 „Statement of Executive Compensation“ zur Vorstandsvergütung offenlegen. Diese Regelung ist für alle gelisteten Unternehmen seit dem 31.10.2011 verpflichtend anzuwenden. Dadurch sollen den Investoren mehr Informationen über Vorstandsvergütungen des Unternehmens bereitgestellt werden. Nach der Einführung des „Dodd Frank Act“ in den Vereinigten Staaten von Amerika hat man erkannt, dass ähnliche Regelungen auch in Kanada benötigt werden, um mehr Transparenz zu schaffen. Aus diesem Grund wurde das Formular 51-102F6 aus dem „Dodd Frank Act“ abgeleitet.<sup>347</sup>

Alle erforderlichen Informationen müssen in einer klaren, präzisen und verständlichen Weise aufbereitet und veröffentlicht werden.<sup>348</sup> Die Daten müssen für den CEO sowie

---

<sup>346</sup> *Hegazy / Hegazy (2010)*, S. 39 – 50

<sup>347</sup> *Ontario Securities Commission*, AMMENDMENTS TO FORM 51-102F6 (2011)

<sup>348</sup> *Form 51-102F6 (2011)*, § 1.2

für die jeweils vier bestverdienenden Mitarbeiter des Unternehmens, die über 100.000 Dollar verdienen, offengelegt werden.<sup>349</sup> Es muss jeweils die gesamte Vergütung inklusive aller Boni, die die Vorstände vom gelisteten Unternehmen oder von einer ihrer Tochterunternehmen erhalten haben, veröffentlicht werden.<sup>350</sup>

Die „Canadian Securities Administrators“ hat genaueste Bestimmungen vorgegeben, in welcher Form die Informationen offengelegt werden müssen. So wird im § 2.1 des F51-102F6 eine Tabelle gezeigt, welche die gelisteten Unternehmen für die Offenlegung der Vorstandsvergütung verwenden müssen. Diese Tabelle muss

- den Namen sowie die Position der betroffenen Person,
- das betroffene Finanzjahr,
- die jährliche Vergütung, unterteilt in
  - Basisgehalt,
  - Boni,
  - sonstige Vergütung,
- die langfristige performanceabhängige Vergütungen, unterteilt in
  - Anzahl der ausbezahlten Aktien oder Optionen,
  - Werte der ausbezahlten Aktien oder Optionen,
- sowie jegliche sonstige Art der Vergütung, welche im betreffenden Finanzjahr ausbezahlt wurde und nicht explizit aufgezählt wurde,

enthalten.<sup>351</sup>

Für die langfristige, leistungsabhängige Vergütung müssen zusätzlich noch genauere Informationen offengelegt werden. So muss eine Tabelle mit folgenden Informationen veröffentlicht werden:<sup>352</sup>

---

<sup>349</sup> Form 51-102F6 (2011), § 1.3

<sup>350</sup> Form 51-102F6 (2011), § 1.4 & 1.7

<sup>351</sup> Form 51-102F6 (2011), § 2.2

<sup>352</sup> Form 51-102F6 (2011), § 3.2 & 4.1

- Namen und Position der betreffenden Person
- Anzahl & Wert der ausbezahlten Bezugsrechte
- Zeitpunkt der Auszahlung
- Szenario über die mögliche Auszahlungshöhe in der Zukunft
- Ausübungspreis und Ausübungsdatum der Bezugsrechte
- Prozentsatz im Vergleich zu allen Bezugsrechten, die das gelistete Unternehmen an seine Mitarbeiter ausgegeben hat.

Sollte das gelistete Unternehmen den Ausübungspreis der Optionen ändern, muss diese Information ebenfalls angegeben werden. Diese Bestimmung gilt bis zu zehn Jahre rückwirkend.<sup>353</sup>

Weiters müssen auch Details zum Vergütungsvertrag des Vorstandes offengelegt werden. So muss das gelistete Unternehmen bekannt geben, wie lange der Vertrag noch gültig ist und welche Kosten im Falle einer frühzeitigen Beendigung des Vertrages anfallen.<sup>354</sup> Die offengelegten Informationen können mit Hilfe eines Diagramms veranschaulicht werden.<sup>355</sup>

Die Offenlegungspflichten zu den §§ 4,5,8,9 und 10 müssen von befreiten Unternehmen nicht angewandt werden. In den folgenden Fällen werden Unternehmen, die kein Investmentfonds sind, von diesen Pflichten befreit: <sup>356</sup>

- Das Unternehmen hat weniger als zehn Millionen Dollar Umsatz im letzten Geschäftsjahr oder
- weniger als 25 Millionen Dollar Marktkapitalisierung in den letzten zwei Jahren oder
- Ist eine Tochterfirma eines befreiten Unternehmens.

---

<sup>353</sup> Form 51-102F6 (2011), § 5.1

<sup>354</sup> Form 51-102F6 (2011), § 7

<sup>355</sup> Form 51-102F6 (2011), § 10

<sup>356</sup> Form 51-102F6 (2011), § 1.1

### 8.3.1.2. Corporate Governance Regelungen

Unternehmen, die an der Toronto Stock Exchange gelistet sind, müssen einen jährlichen Corporate Governance Bericht veröffentlichen. Unter anderem müssen hier auch Informationen zu den Vorstandsvergütungen und Vergütungskomitees beschrieben werden.

Unter Punkt 7. Vergütung im TSX Guide to Good Disclosure sind die Informationen genannt, welche veröffentlicht werden müssen.<sup>357</sup> So muss der Vorgang beschrieben werden, wie das Board die Vergütung des Managements und die der Direktoren bestimmt. Weiters muss veröffentlicht werden, ob das Vergütungskomitee ausschließlich aus unabhängigen Direktoren besteht. Falls dies nicht der Fall ist, muss erklärt werden, wie ein objektiver Prozess für die Bestimmung der Vergütung gewährleistet wird. Weiters müssen die Aufgaben, Verantwortlichkeiten sowie die Tätigkeiten des Vergütungskomitees beschrieben werden. Sollte ein Berater oder Vergütungsexperte, egal zu welcher Zeit, herangezogen werden, um in Vergütungsfragen, die das Management oder die Direktoren betreffen, behilflich zu sein, muss die Identität sowie die Tätigkeit des Beraters oder Vergütungsexperten zusammengefasst und veröffentlicht werden. Weiters muss bekannt gegeben werden, ob der Experte eine weitere Tätigkeit für das gelistete Unternehmen durchgeführt hat.<sup>358</sup> Es muss beschrieben werden, ob das Vergütungskomitee regelmäßig hinsichtlich ihrer Effektivität und Beteiligung überprüft wird. Weiters muss der Prozess dieser Leistungsüberprüfung beschrieben werden und wie das Vergütungskomitee die eigene Effektivität gewährleisten will.<sup>359</sup>

Eine Zusammenfassung der Charter des Vergütungskomitees inkl. Beschreibung der einzelnen Positionen muss ebenfalls im Corporate Governance Bericht veröffentlicht werden.<sup>360</sup> Damit gewährleistet werden kann, dass jedes Komiteemitglied über die notwendigen Fähigkeiten besitzt, um seine Aufgaben ordnungsgemäß erfüllen zu können, müssen auch die Qualifikationen, Fähigkeiten und Aufgaben jedes einzelnen Mitglieds genau beschrieben werden. Sollten Fortbildungsmaßnahmen notwendig sein, sind diese auch zu veröffentlichen.<sup>361</sup> Weiters müssen gelistete Unternehmen mindestens

---

<sup>357</sup> Form 51-102F6 (2011), § 7

<sup>358</sup> National Instrument 58-101 (2005a), § 7.

<sup>359</sup> National Instrument 58-101 (2005a), § 9.

<sup>360</sup> National Instrument 58-101 (2005a), § 3.

<sup>361</sup> National Instrument 58-101 (2005a), § 4.

einmal jährlich die Konditionen der eigenkapitalbasierten Vergütung darlegen sowie all-fällige Veränderungen des letzten Jahres.<sup>362</sup>

Alle Unterlagen, die den Aktionären bei der Abstimmung über eigenkapitalbasierte Vergütungsformen bereitgestellt werden, unterliegen ebenfalls sehr genauen Richtlinien. Diese Unterlagen müssen vorab der Börse zur Kontrolle übergeben werden. So müssen z.B. sowohl die Personen, welche für die Vergütungsform in Frage kommen, als auch die maximale Höhe der Vergütung in diesen Unterlagen genau festgelegt werden. Auch der Ausübungspreis der Optionen darf in diesen Broschüren nicht fehlen.<sup>363</sup>

### **8.3.2. Empirische Befunde zur Offenlegung der Vorstandsvergütung**

Aktionärsaktivisten, institutionelle Investoren sowie Regulatoren zeigten Bedenken über die Transparenz der Offenlegungspraktiken bei Vorstandsvergütungen.<sup>364</sup> Daher wurden im Jahr 1993 die Offenlegungspflichten zur Vorstandsvergütung für kanadische Unternehmen verpflichtend eingeführt.<sup>365</sup> Die neuen Vorgaben über die Publizität kamen unerwartet und stießen bei Unternehmen auf wenig Zuspruch. Sie versetzten Aktionäre in die Lage, die Vergütung des Vorstandes zu kontrollieren und dadurch Druck auf das Board auszuüben, um die absolute Höhe bzw. die Struktur der Vergütung zu ändern. Durch die neuen Richtlinien zur Veröffentlichung der Gehälter wurde befürchtet, dass es zu einer Verletzung der Privatsphäre der Vorstandsmitglieder kommt. Unternehmen wurde der Zugang zu wertvollen Daten der Konkurrenz ermöglicht.

In einer Untersuchung der 100 größten kanadischen Unternehmen in den Jahren 1991 – 1996 wurde der Effekt der Offenlegungsregelungen auf die Vorstandsvergütung analysiert. Craighead et al. kamen zu dem Erkenntnis, dass durch die verpflichtende Offenlegung der Vorstandsvergütung die absolute Höhe der Vergütung gestiegen ist. Jedoch führten die Bestimmungen auch dazu, dass die Leistungsabhängigkeit gestärkt wurde. Der Anstieg der Vergütung war vor allem auf die Zunahme des leistungs-basierten Teils der Vergütung zurückzuführen.<sup>366</sup> In einer anderen Studie von Craighead et

---

<sup>362</sup> TSX (2013), § 613 (g)

<sup>363</sup> TSX (2013), § 613 (d)

<sup>364</sup> Core et al. (2003)

<sup>365</sup> Zhou (1999), S. 278

<sup>366</sup> Craighead et al. (2000), S. 11 – 13

al. kamen die Autoren ebenfalls zu dem Ergebnis, dass die Offenlegungspflichten zu einer Steigerung der Vorstandsvergütung geführt und zusätzlich die Performanceabhängigkeit gestärkt haben.<sup>367</sup> Swan und Zhou untersuchten in ihrer Studie 461 der größten kanadischen Unternehmen im Zeitraum 1991 – 1998. Sie kamen auch zu dem Schluss, dass der Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und Aktionärsnutzen gestiegen war.<sup>368</sup>

Ben-Amar und Zeghal untersuchten in ihrer Studie den Zusammenhang zwischen Unternehmensperformance und der Qualität der Offenlegung der Vorstandsvergütung. Dazu wurden Daten von 181 kanadischen Unternehmen herangezogen. Es konnte zwar kein signifikanter Zusammenhang zwischen diesen beiden Variablen festgestellt werden, jedoch zwischen der Unternehmensgröße und der Offenlegungsqualität von Vorstandsvergütungen.<sup>369</sup> Dieses Ergebnis stimmte mit früheren Studien von Lang und Lundholm<sup>370</sup> sowie von Ahmed und Courtis<sup>371</sup> überein. Eine Erklärung dafür sind vermutlich die umfassenderen Ressourcen und Erfahrungen von großen Unternehmen, die es ihnen erlauben, für mehr Transparenz zu sorgen. Auch bei Firmen mit höheren Wachstumschancen wird mehr Gewicht auf die Offenlegungen von Vorstandsvergütungen gelegt.<sup>372</sup>

#### **8.4. Zusammenfassender Vergleich**

Die gesetzlichen Vorschriften zur Offenlegung der Vorstandsvergütung für die USA befinden sich im „Dodd Frank Act und im Code of Federal Regulations“. Es muss die gesamte jährliche Vergütung des CEOs sowie der vier bestbezahlten Mitarbeiter offengelegt werden. Zusätzlich ist es erforderlich, das Verhältnis zwischen dem CEO-Gehalt und dem Median der Vergütung der gesamten Belegschaft darzulegen. Die Corporate Governance Regelungen der NYSE verpflichten gelistete Unternehmen zur Offenlegung der Richtlinien zur Festsetzung von Höhe und Struktur der Vorstandsgehälter. Weiters müssen Informationen zur Unabhängigkeit der Direktoren, zu den Mitgliedern des Vergütungskomitees (u.a. Aufgaben, Anwesenheit bei Sitzungen) sowie deren Einfluss auf die Festlegung der Vorstandsgehälter veröffentlicht werden.

---

<sup>367</sup> *Craighead et al. (2004)*

<sup>368</sup> *Zhou / Swan (2008)*

<sup>369</sup> *Ben-Amar / Zeghal (2011)*, S. 55

<sup>370</sup> *Lang / Lundholm (1993)*

<sup>371</sup> *Ahmed / Courtis (1999)*

<sup>372</sup> *Ben-Amar / Zeghal (2011)*, S. 55

In Großbritannien sind gelistete Unternehmen zur jährlichen Veröffentlichung eines Directors' Remuneration Reports verpflichtet. Darin müssen die Gehälter aller Vorstandsmitglieder sowie etwaige Pensions- und Abfertigungsansprüche enthalten sein. Im Gegensatz zu den USA wird die Offenlegung der Informationen über das Vergütungskomitee nicht nur in den Corporate Governance Regelungen, sondern auch gesetzlich vorgeschrieben. Außerdem verpflichtet der UK Corporate Governance Code zur Darlegung der Unabhängigkeit der Direktoren und ihrer Verantwortlichkeiten.

Die gesetzlichen Regelungen in den USA haben dazu geführt, dass auch Kanada Unternehmen dazu verpflichtet hat, Vorstandsvergütungen offenzulegen. Es muss ähnlich wie in den USA die gesamte Vergütung des CEOs sowie der vier bestverdienenden Mitarbeiter (mit einem Gehalt über 100.000 Dollar) veröffentlicht werden. Die Corporate Governance Richtlinien der Toronto Stock Exchange verpflichten zusätzlich zur Darlegung der Qualifikation, Aufgaben und Verantwortlichkeiten des Vergütungskomitees sowie des Prozesses zur Festlegung der Managementgehälter.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Offenlegung von Vorstandsvergütungen in allen drei Ländern sehr umfassend geregelt ist. Die Vorschriften ähneln sich stark und unterscheiden sich nur im Detail.



## 9. Synoptische Gegenüberstellung

	Vereinigte Staaten von Amerika	Großbritannien	Kanada
<b>Verantwortlichkeit der Vorstandsvergütung</b>			
<b>Gesetz</b>	<p>An der NYSE gelistete Unternehmen sind dazu verpflichtet, einen Vergütungsausschuss zu bilden. Das ausschließlich aus unabhängigen Mitgliedern bestehende Gremium ist für die Managementvergütung verantwortlich. Es können auch unabhängige Berater hinzugezogen werden.</p> <p>Zusätzlich müssen Aktionäre im Rahmen der Hauptversammlung (mind. einmal innerhalb von sechs Jahren) über die Managementgehälter abstimmen. Diese Abstimmungen haben nicht-bindenden Charakter.</p>	<p>Die Verantwortlichkeit der Vorstandsvergütung liegt bei den Direktoren. Sie müssen Informationen zu Gehältern, Boni, Sachleistungen etc. im Rahmen des „Directors' Remunerations Report“ veröffentlichen.</p> <p>Aktionäre haben das Recht, bei der jährlichen Generalversammlung über den „Directors' Remuneration Report“ abzustimmen. Diese Abstimmungen haben eine nicht-bindende Wirkung.</p>	<p>In Kanada ist der Vorstand für die Vergütung der Vorstandsmitglieder, der Führungskräfte und der Mitarbeiter des Unternehmens verantwortlich.</p> <p>Bis dato gibt es keine verpflichtenden Say-on-Pay-Regelungen.</p>
<b>CG-Kodex</b>	<p>Die Corporate Governance Regelungen der NYSE verpflichten gelistete Unternehmen zur Errichtung eines Vergütungskomitees, welches nur aus unabhängigen Direktoren bestehen darf.</p> <p>Zusätzlich kann das Board weiteren unabhängigen Direktoren ein Mitspracherecht über die CEO-Vergütung einzuräumen. Außerdem können Dienste von Beratern in Anspruch genommen werden.</p> <p>Bei eigenkapitalbasierten Vergütungen gibt es ein Mitspracherecht für Aktionäre.</p>	<p>Die Verantwortlichkeit der Vorstandsvergütung liegt bei dem Vergütungskomitee, welches aus mindestens drei unabhängigen, nicht-geschäftsführenden Direktoren besteht. Zusätzlich kann auf bei Bedarf auf externe Berater zurückgegriffen werden.</p> <p>Aktionäre sollten ein Mitspracherecht bei neuen und signifikanten Veränderungen der langfristigen Bonusvergütungen erhalten.</p>	<p>Die Verantwortlichkeit der Vorstandsvergütung liegt beim Board, da hier auf Basis der Vorschläge des Vergütungskomitees die Vorstandsvergütung festgelegt wird.</p> <p>Eigenkapitalbasierte Vergütungen müssen zusätzlich von den Aktionären gebilligt werden.</p>

	Vereinigte Staaten von Amerika	Großbritannien	Kanada
<b>Angemessenheit der absoluten Höhe der Vorstandsvergütung</b>			
<b>Gesetz</b>	Keine gesetzlichen Regelungen vorhanden.	Keine gesetzlichen Regelungen vorhanden.	Keine gesetzlichen Regelungen vorhanden.
<b>CG-Kodex</b>	In Richtlinien soll festgelegt werden, wie Form und Höhe der Vorstandsvergütung bestimmt werden.  Bei der Festlegung der Höhe von leistungsabhängigen Gehaltsbestandteilen sollen die Unternehmensperformance und die Aktionärsrendite zugrunde gelegt werden. Bonuszahlungen von Peer-Groups sind als Vergleichsmaßstab heranzuziehen.	Die Vorstandsvergütung ist so hoch anzusetzen, um Vorstandsmitglieder anwerben, motivieren und an das Unternehmen binden zu können. Die Höhe soll von der Kompetenz und Erfahrung des jeweiligen Vorstandsmitglieds abhängen. Die Vergütung soll einen signifikanten variablen Teil enthalten und insgesamt mit einem Maximalwert begrenzt sein.	Vorstandsvergütungen sollen nicht unangemessen hoch sein.
<b>Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung</b>			
<b>Gesetz</b>	Der Gesetzgeber gibt nur vor, dass im Falle einer nachträglichen Änderung der Bemessungsgrundlage die Vergütung drei Jahre rückwirkend angepasst werden muss.	Keine gesetzlichen Regelungen vorhanden.	Keine gesetzlichen Regelungen vorhanden.
<b>CG-Kodex</b>	Die Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung sollte sich an die der vergangenen Jahre sowie an vergleichbaren Unternehmen orientieren. Ein Teil der Vorstandsvergütung muss performanceabhängig sein. Bei langfristigen, eigenkapitalbasierten Vergütungsformen sollten Anreize zur Steigerung des langfristigen Unternehmenserfolgs und der Aktionärsrendite gesetzt werden.	Ein signifikanter Teil der Vorstandsvergütung muss variabel sein und von der Unternehmensperformance sowie der persönlichen Performance des Vorstandsmitglieds abhängen. Zusätzlich sollte ein Maximalwert definiert werden.  Als Orientierung können Vorstandsvergütungen der Konkurrenz herangezogen werden.	Es muss angegeben werden, ob das Vergütungskomitee Unternehmensziele, welche für die Vergütung herangezogen werden, festlegt und kontrolliert.

	Vereinigte Staaten von Amerika	Großbritannien	Kanada
<b>Aktienoptionen und Bezugsrechte im Rahmen der Vorstandsvergütung</b>			
<b>Gesetz</b>	Keine gesetzlichen Regelungen vorhanden.	Keine gesetzlichen Regelungen vorhanden.	Keine gesetzlichen Regelungen vorhanden.
<b>CG-Kodex</b>	Aktionäre haben – bis auf wenige Ausnahmen – ein Stimmrecht zu Entscheidungen über eigenkapitalbasierte Vergütungspläne sowie den dazugehörigen Unterlagen.	Aktien oder Aktienoptionen sollten über eine Mindesthaltedauer von mindestens drei Jahren verfügen. Für Aktienoptionen sollte kein Rabatt gewährt werden.  Es wird empfohlen, Aktionären ein Mitspracherecht über alle neuen, langfristigen und leistungsabhängigen Vergütungspläne zu gewähren.	Eigenkapitalbasierten Vergütungsarten müssen von einer Mehrheit der Mitglieder des Board of Directors sowie von einer Mehrheit der Aktionäre gebilligt werden.  Eigenkapitalbasierte Vergütungspläne müssen bei der Börse gemeldet werden.
<b>Vergütung im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit</b>			
<b>Gesetz</b>	Keine gesetzlichen Regelungen vorhanden.	Keine gesetzlichen Regelungen vorhanden.	Keine gesetzlichen Regelungen vorhanden.
<b>CG-Kodex</b>	Keine Corporate Governance Regelungen vorhanden.	Es wird empfohlen, dass Vergütungskomitees die Vergütungs- und Pensionsansprüche im Falle frühzeitiger Beendigungen genau regeln sollen.	Keine Corporate Governance Regelungen vorhanden.

	Vereinigte Staaten von Amerika	Großbritannien	Kanada
<b>Offenlegung der Vorstandsvergütung</b>			
<b>Gesetz</b>	Gelistete Unternehmen müssen bei der jährlichen Generalversammlung die Höhe und Struktur der Vergütung des Vorstandes offenlegen. Es muss dargelegt werden, wie die Vergütung in Verbindung mit der Unternehmensperformance steht. Zusätzlich müssen mindestens einmal jährlich die Say-on-Pay Abstimmungsergebnisse über die Vorstandsvergütung veröffentlicht werden.	Für jedes Finanzjahr muss ein vom Board genehmigter und von den Aktionären akzeptierter „Directors' Remuneration Report“ veröffentlicht werden. Es müssen die absolute Höhe der Vergütung und Boni sowie alle sonstigen Vergütungsformen (monetärer und nicht monetärer Art) veröffentlicht werden. Zusätzlich müssen die Ziele genannt werden, an denen die variablen Gehaltsbestandteile gebunden sind. Die Vertragsdauer sowie Zahlungen im Falle einer frühzeitigen Beendigung bzw. Pensionsansprüche müssen veröffentlicht werden.	Es müssen detaillierte Informationen zur Vergütung des CEOs und der vier bestverdienenden Mitarbeiter über 100.000 Dollar offengelegt werden. Zusätzlich müssen Informationen zur Laufzeit der Vergütungsverträge publiziert werden. Es muss dargelegt werden, welche Kosten im Falle einer frühzeitigen Beendigung anfallen. Unternehmen sind verpflichtet, die Qualifikationen, Aufgaben und Verantwortlichkeiten des Vergütungskomitees sowie Informationen zum Prozess der Festlegung der Managementgehälter zu veröffentlichen.
<b>CG-Kodex</b>	Im Geschäftsbericht sind die Richtlinien zur Festlegung der Höhe und Struktur der Vorstandsgehälter zu veröffentlichen. Es müssen alle Mitglieder des Boards genannt und Angaben zu ihrer Unabhängigkeit publiziert werden. Zusätzlich sind Informationen zu den Mitgliedern des Vergütungskomitees sowie über den Einsatz von Beratern zu veröffentlichen.	Der Geschäftsbericht muss die Namen aller Mitglieder des Vergütungskomitees und Informationen zu deren Teilnahme an Meetings enthalten. Es müssen detaillierte Informationen zur Leistungsüberprüfung des Boards offengelegt werden. Wechselt ein geschäftsführendes Boardmitglied in die Funktion eines nicht-geschäftsführenden Direktors wird empfohlen, etwaige Veränderungen der Vergütung darzulegen.	Im Geschäftsbericht muss der Prozess zur Festlegung der Vorstandsgehälter offengelegt werden. Weiters ist die Zusammensetzung des Vergütungskomitees darzulegen sowie Informationen zur Unabhängigkeit, Verantwortlichkeiten und den Aufgaben der Mitglieder. Angaben zur Leistungsüberprüfung des Komitees sind ebenfalls verpflichtend. Es ist auch erforderlich, Informationen über etwaige Berater zu veröffentlichen.

Tabelle 1: Synopse <sup>373</sup>

<sup>373</sup> Eigene Darstellung

## 10. Conclusio

Gesetzlich verankerte Vorgaben bilden die Basis der Regelungen zu Vorstandsvergütungen. Zusätzlich beschäftigen sich zahlreiche Institutionen mit dem Thema Corporate Governance und veröffentlichen Richtlinien, die u.a. die Gehälter von Vorstandsmitgliedern betreffen. Diese bestehen sowohl aus bindenden Vorgaben als auch aus Empfehlungen, denen Unternehmen freiwillig nachkommen können, und ergänzen bzw. vertiefen die vorhandenen Gesetze. Besondere Bedeutung kommt den Corporate Governance Regelungen großer Börsen (z.B. New York Stock Exchange, Toronto Stock Exchange) zu, da diese für börsennotierte Unternehmen verpflichtend anzuwenden sind. Gesetze und Corporate Governance Regelungen werden laufend aktualisiert und an veränderte wirtschaftliche Rahmenbedingungen angepasst.

Großbritannien ist im Vergleich zu den Vereinigten Staaten von Amerika und Kanada Vorreiter hinsichtlich Regelungen in Corporate Governance Kodizes. Während in den USA die Regelungen zu Vorstandsvergütungen stark gesetzlich verankert sind, sind die Richtlinien in Großbritannien eher in Kodizes enthalten. Das kanadische Corporate Governance System ist das jüngste der drei Länder und stark von jenem der Vereinigten Staaten von Amerika geprägt.

Die Verantwortlichkeit für die Festlegung und die Offenlegung der Vorstandsvergütung sind die am umfassendsten geregelten Bereiche. Es gibt in allen drei Ländern klare gesetzliche Vorgaben sowie ausführliche Corporate Governance Richtlinien. Das Board bzw. ein Vergütungskomitee aus einzelnen Vorstandsmitgliedern trägt in allen drei Ländern die Hauptverantwortung für die Vorstandsvergütung. Zusätzlich steigt die Kontrollmöglichkeit der Aktionäre in Form von Say-on-Pay Abstimmungen, womit ihnen auch mehr Verantwortung zukommt.

Zur Struktur und Bemessungsgrundlage gibt es nur in den Vereinigten Staaten von Amerika eine gesetzliche Vorgabe hinsichtlich der Vorgehensweise bei nachträglicher Veränderung der Bemessungsgrundlage. Abgesehen davon gibt es in keinem der drei Länder gesetzliche Regelungen. Die Corporate Governance Richtlinien hingegen sind in Großbritannien und in den USA sehr ausführlich, in Kanada eher kurz gehalten. Zur Angemessenheit der Höhe sowie zu Aktienoptionen und Bezugsrechten im Rahmen

der Vorstandsvergütung gibt es in den untersuchten Ländern keine gesetzlichen Regelungen. Die Corporate Governance Richtlinien sind unterschiedlich umfassend, enthalten jedoch keine konkreten Zahlen.

Das Thema mit den wenigsten Regelungen ist die Vergütung im Falle einer vorzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit. Es gibt fast keine gesetzlichen Vorgaben oder Corporate Governance Richtlinien. Einzig der UK Corporate Governance Code empfiehlt die Definition von Guidelines, wie in solchen Fällen vorgegangen werden soll.

Zusammenfassend lässt sich ableiten, dass den Ländern eine eindeutige Verantwortlichkeit für die Vorstandsvergütung sehr wichtig ist. Aktionäre und andere Stakeholder sollen außerdem möglichst umfassend über die Gehälter der Vorstandsmitglieder informiert sein. Gehälter von Vorstandsmitgliedern und Abfindungen etc. werden abhängig von der jeweiligen Marktsituation festgesetzt und unterliegen nach oben hin keinen absoluten Grenzen. Innerhalb des vorgegebenen Rahmenwerks werden anstatt zentraler Vorgaben gezielt Anreize zur Selbstregulierung gesetzt.

Diese Masterarbeit beschäftigt sich mit dem Thema der Vorstandsvergütung auf sehr ähnliche Weise wie die Arbeit von Nina Plank, die die DACH Region nach denselben Kriterien analysiert hat.<sup>374</sup> Ihre Ergebnisse zeigen, dass auch im deutschsprachigen Raum der Offenlegung der Vorstandsvergütung eine besonders hohe Bedeutung zugesprochen wird. Interessant ist jedoch, dass es im Gegensatz zu den USA, Großbritannien und Kanada in der DACH Region doch einige Ausnahmen gibt, die Unternehmen unter bestimmten Voraussetzungen von der Offenlegungspflicht befreien.

Es wurde somit eine Grundlage geschaffen, um in einer weiteren wissenschaftlichen Abhandlung einen Vergleich zwischen dem deutschsprachigen Raum und einer wesentlichen englischsprachigen Region herzustellen. Als zusätzlichen Ansatz für zukünftige Forschung erscheint die Untersuchung von asiatischen Ländern als dritte Vergleichsregion empfehlenswert.

---

<sup>374</sup> Plank (2012)

## Quellenverzeichnis

*Adams, R. / Ferreira, D. (2007), A THEORY OF FRIENDLY BOARDS, in: The Journal of Finance, 62, 1, (2007), S. 217–250.*

*Aguilar, L. (2013), PROVIDING CONTEXT FOR EXECUTIVE COMPENSATION DECISIONS, Washington, D.C., (2013).*

*Ahmed, K. / Courtis, J. (1999), ASSOCIATION BETWEEN CORPORATE CHARACTERISTICS AND DISCLOSURE LEVELS IN ANNUAL REPORTS: A META-ANALYSIS, in: British Accounting Review, 31, 1, (1999), S. 35–61.*

*Alissa, W. (2009), BOARDS' RESPONSE TO SHAREHOLDERS' DISSATISFACTION: THE CASE OF SHAREHOLDERS' SAY ON PAY IN THE UK, SSRN, Dissertation (2009), <http://ssrn.com/paper=1412880>.*

*Baird, J. / Stowasser, B. (2002), EXECUTIVE COMPENSATION DISCLOSURE REQUIREMENTS: THE GERMAN, UK AND US APPROACHES, in: Global Counsel, (2002), <http://uk.practicallaw.com/4-101-7960?service=crossborder>.*

*Balachandran, S. et al. (2007), SOLVING THE EXECUTIVE COMPENSATION PROBLEM THROUGH SHAREHOLDER VOTES? EVIDENCE FROM THE U.K., in: Harvard Business, Working Paper, (2007).*

*Ball, R. (2006), INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS (IFRS): PROS AND CONS FOR INVESTORS, in: Accounting and Business Research, 36, 1, (2006), S. 5–27.*

*Barnes, J. et al. (2004), CORPORATE GOVERNANCE REFORM IN CANADA, in: International Journal of Disclosure and Governance, 1, 3, (2004), S. 260–268.*

*Barris, L. (1992), THE OVERCOMPENSATION PROBLEM: A COLLECTIVE APPROACH TO CONTROLLING EXECUTIVE PAY, in: Indiana Law Journal, 68, 1, (1992), S. 59–100.*

*Bebchuk, L. / Fried, J. (2004), PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION, Harvard University Press, Cambridge, Mass (2004).*

*Bebchuk, L. / Fried, J. (2005), PAY WITHOUT PERFORMANCE: OVERVIEW OF THE ISSUES, in: Journal of Corporation Law, 30, 4, (2005), S. 647–672.*

*Bebchuk, L. / Grinstein, Y. (2005), THE GROWTH OF EXECUTIVE PAY, in: Oxford Review of Economic Policy, 21, 2, (2005), S. 283–303.*

*Ben-Amar, W. / Zeghal, D. (2011), BOARD OF DIRECTORS' INDEPENDENCE AND EXECUTIVE COMPENSATION DISCLOSURE TRANSPARENCY, in: Journal of Applied Finance, 12, 1, (2011), S. 43–60.*

*Benito, A. / Conyon, M. (1999), THE GOVERNANCE OF DIRECTORS' PAY: EVIDENCE FROM UK COMPANIES, in: Journal of Management and Governance, 3, 2, (1999), S. 117–136.*

*Berle, A. / Means, G. (1932), THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY, Macmillan, New York, (1932).*

*Borokhovich, K. et al. (1997), CEO CONTRACTING AND ANTITAKEOVER AMENDMENTS, in: The Journal of Finance, 52, 4, (1997), S. 1495–1517.*

*Branson, D. / Clarke, T. (2012), THE SAGE HANDBOOK OF CORPORATE GOVERNANCE, Sage Publications Ltd., London, (2012).*

*Brink (2011), CORPORATE GOVERNANCE AND BUSINESS ETHICS, Springer Science+Business Media B.V, Dordrecht, (2011).*

*Burke, K. (2002), REGULATING CORPORATE GOVERNANCE THROUGH THE MARKET: COMPARING THE APPROACHES OF THE UNITED STATES, CANADA AND THE UNITED KINGDOM, in: Journal of Corporation Law, 27, 3, (2002), S. 341–380.*

*Cai, J. et al. (2010), SHAREHOLDER ACCESS TO THE BOARDROOM: A SURVEY OF RECENT EVIDENCE, in: Journal of Applied Finance, 20, 2, (2010), S. 15–26.*

*Cai, J. / Walkling, R. (2011), SHAREHOLDERS' SAY ON PAY: DOES IT CREATE VALUE?, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 46, 2, (2011), S. 299–339.*

*Calkoen, W. (2011), THE CORPORATE GOVERNANCE REVIEW, Law Business Research, London (2011).*

*Canada Government Law* (12.12.2013a), S.C. 1991, C. 46, BANK ACT.

*Canada Government Law* (12.12.2013b), S.C. 1991, C. 47, INSURANCE COMPANIES ACT.

*Canada Government Law* (29.11.2011), R.S.C., 1985, C. C - 44, CANADA BUSINESS CORPORATION ACT.

*Canadian Coalition for Good Governance* (2009a), SHAREHOLDER ENGAGEMENT AND "SAY ON PAY" POLICY, Toronto, (2009a).

*Canadian Coalition for Good Governance* (2011), SHAREHOLDER DEMOCRACY STUDY, Toronto, (2011).

*Canadian Securities Administrators* (2011), FORM 51-102F6, STATEMENT OF EXECUTIVE COMPENSATION.

*Carter, M. / Zamora, V.* (2007), SHAREHOLDER REMUNERATION VOTES AND CEO COMPENSATION DESIGN, in: AAA 2008 MAS Meeting Paper, (2007).

*Clacher, I. et al.* (2008), DOES CORPORATE GOVERNANCE MATTER? NEW EVIDENCE FROM THE UNITED KINGDOM, in: SSRN Working Paper Series, (2008), <http://ssrn.com/paper=1293188>.

*Conyon, M. et al.* (1995), TAKING CARE OF BUSINESS: EXECUTIVE COMPENSATION IN THE UNITED KINGDOM, in: *The Economic Journal*, 105, 430, (1995), S. 704–715.

*Conyon, M.* (2006), EXECUTIVE COMPENSATION AND INCENTIVES, in: *Academy of Management Perspectives*, 20, 1, (2006), S. 25–44.

*Conyon, M.* (2011), EXECUTIVE COMPENSATION CONSULTANTS AND CEO PAY, in: *Vanderbilt Law Review*, 64, 2, (2011), S. 397–428.

*Conyon, M. / He, L.* (2004), COMPENSATION COMMITTEES AND CEO COMPENSATION INCENTIVES IN U.S. ENTREPRENEURIAL FIRMS, in: *Journal of Management Accounting Research*, 16, 1, (2004), S. 35–56.

*Conyon, M. / Leech, D. (1994), TOP PAY, COMPANY PERFORMANCE AND CORPORATE GOVERNANCE, in: Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 56, 3, (1994), S. 229–247.*

*Conyon, M. / Peck, S. (1998), BOARD CONTROL, REMUNERATION COMMITTEES, AND TOP MANAGEMENT COMPENSATION, in: Academy of Management Journal, 41, 2, (1998), S. 146–157.*

*Conyon, M. / Sadler, G. (2010), SHAREHOLDER VOTING AND DIRECTORS' REMUNERATION REPORT LEGISLATION: SAY ON PAY IN THE UK, in: Corporate Governance, 18, 4, (2010), S. 296–312.*

*Core, J. et al. (1999), CORPORATE GOVERNANCE, CHIEF EXECUTIVE OFFICER COMPENSATION, AND FIRM PERFORMANCE, in: Journal of Financial Economics, 51, 3, (1999), S. 371–406.*

*Core, J. et al. (2003), EXECUTIVE EQUITY COMPENSATION AND INCENTIVES: A SURVEY, in: Economic Policy Review, 9, 1, (2003), S. 27–50.*

*Craighead, J. et al. (2000), COMPENSATION DISCLOSURE: WHO WINS?, in: Ivey Business Journal, 65, 1, (2000), S. 11–13.*

*Craighead, J. et al. (2004), THE IMPACT OF MANDATED DISCLOSURE ON PERFORMANCE-BASED CEO COMPENSATION, in: Contemporary Accounting Research, 21, 2, (2004), S. 369–398.*

*Cyert, R. et al. (2002), CORPORATE GOVERNANCE, TAKEOVERS, AND TOP-MANAGEMENT COMPENSATION: THEORY AND EVIDENCE, in: Management Science, 48, 4, (2002), S. 453–469.*

*Dalton, D. et al. (1993), EXECUTIVE SEVERANCE AGREEMENTS: BENEFIT OR BURGLARY, in: The Academy of Management Executive, 7, 4, (1993), S. 69–79.*

*David, P. et al. (1998), THE EFFECT OF INSTITUTIONAL INVESTORS ON THE LEVEL AND MIX OF CEO COMPENSATION, in: The Academy of Management Journal, 42, 2, (1998), S. 200–208.*

*Deane, S. (2007), SAY ON PAY: RESULTS FROM OVERSEAS, in: Corporate Board, 28, 165, (2007), S. 11–18.*

*Deckop, J. (1988), DETERMINANTS OF CHIEF EXECUTIVE OFFICER COMPENSATION, in: Industrial and Labor Relations Review, 41, 2, (1988), S. 215-226.*

*Dignam, A. (2007), CAPTURING CORPORATE GOVERNANCE: THE END OF THE UK SELF-REGULATING SYSTEM, in: International Journal of Disclosure and Governance, 4, 1, (2007), S. 24–41.*

*Donahue, S. (2008), EXECUTIVE COMPENSATION: THE NEW EXECUTIVE COMPENSATION DISCLOSURE RULES DO NOT RESULT IN COMPLETE DISCLOSURE\*, in: Fordham Journal of Corporate & Financial Law, 13, 1, (2008), S. 59–87.*

*Federal Government of the United States (2013), CFR – TITLE 17, CODE OF FEDERAL REGULATIONS.*

*Ferri, F. / Maber, D. (2013), SAY ON PAY VOTES AND CEO COMPENSATION: EVIDENCE FROM THE UK, in: Review of Finance, 17, 2, (2013), S. 527–563.*

*Financial Reporting Council (2012), THE UK CORPORATE GOVERNANCE CODE.*

*Finkelstein, S. / D'Aveni, R. (1994), CEO DUALITY AS A DOUBLE-EDGED SWORD: HOW BOARDS OF DIRECTORS BALANCE ENTRENCHMENT AVOIDANCE & UNITY OF COMMAND, in: Academy of Management Journal, 37, 5, (1994), S. 1079–1108.*

*Forker, J. (1992), CORPORATE GOVERNANCE AND DISCLOSURE QUALITY IN FINANCIAL STATEMENTS, in: Accounting and Business Research, 22, 86, (1992), S. 111–124.*

*Franco, G. et al. (2013), THE EFFECT OF DISCLOSURE ON THE PAY-PERFORMANCE RELATION, in: Journal of Accounting and Public Policy, 32, 5, (2013), S. 319–341.*

*Friedland, J. (2003), REFORMING DISCLOSURE AND CORPORATE GOVERNANCE IN THE UK: BETWEEN SCYLLA AND CHARYBDIS, in: International Journal of Disclosure and Governance, 1, 1, (2003), S. 35–59.*

*Gélinas, P. / Baillargeon, L. (2013), CEO COMPENSATION IN CANADA, 1971-2008, in: International Journal of Business and Management, 8, 12, (2013).*

*Gilson, S. (1989), MANAGEMENT TURNOVER AND FINANCIAL DISTRESS, in: Journal of Financial Economics, 25, 2, (1989), S. 241–262.*

*Greene, E. / Boury, P. (2003), POST-SARBANES-OXLEY CORPORATE GOVERNANCE IN EUROPE AND THE USA: AMERICANISATION OR CONVERGENCE?, in: International Journal of Disclosure and Governance, 1, 1, (2003), S. 21–34.*

*Gregg, P. et al. (1993), THE DISAPPEARING RELATIONSHIP BETWEEN DIRECTORS' PAY AND CORPORATE PERFORMANCE, in: British Journal of Industrial Relations, 31, 1, (1993), S. 1–10.*

*Griner, E. (1999), THE EFFECT OF CEO STOCK OPTION GRANTS ON SHAREHOLDER RETURN, in: Journal of Managerial Issues, 11, 4, (1999), S. 427–439.*

*Grinstein, Y. / Hribar, P. (2004), CEO COMPENSATION AND INCENTIVES: EVIDENCE FROM M&A BONUSES, in: Journal of Financial Economics, 73, 1, (2004), S. 119–143.*

*Hall, B. / Liebman, J. (1998), ARE CEOS REALLY PAID LIKE BUREAUCRATS?, in: The Quarterly Journal of Economics, 3, 63, (1998), S. 653–691.*

*Hannes, S. / Tabbach, A. (2013), EXECUTIVE STOCK OPTIONS: THE EFFECTS OF MANIPULATION ON RISK TAKING, in: Journal of Corporation Law, 38, 3, (2013), S. 533–564.*

*Healy, P. / Palepu, K. (2001), INFORMATION ASYMMETRY, CORPORATE DISCLOSURE, AND THE CAPITAL MARKETS: A REVIEW OF THE EMPIRICAL DISCLOSURE LITERATURE, in: Journal of Accounting and Economics, 31, 1-3, (2001), S. 405–440.*

*Hegazy, M. / Hegazy, K. (2010), CORPORATE GOVERNANCE IN THE U.K: AUDIT COMMITTEES AND DISCLOSURE ARRANGEMENTS - A WEB-BASED ANALYSIS, in: Journal of Business Studies Quarterly, 1, 2, (2010), S. 32–55.*

*Hemphill, T. / Lillevik, W. (2009), US "SAY-ON-PAY" LEGISLATION, in: International Journal of Law and Management, 51, 2, (2009), S. 105–122.*

*Henderson, D. / Fraser, D. (2014), WHY CANADA SHOULD ADOPT MANDATORY SAY-ON-PAY, Online-Publikation, <http://iveybusinessjournal.com/topics/governance/why-canada-should-adopt-mandatory-say-on-pay>, Stand: 09.03.2014.*

*Hermalin, B. (1993), MANAGERIAL PREFERENCES CONCERNING RISKY PROJECTS, in: Journal of Law, Economics, & Organization, 9, 1, (1993), S. 127–135.*

*Holmstrom, B. / Kaplan, S. (2003), THE STATE OF US CORPORATE GOVERNANCE: WHAT'S RIGHT AND WHAT'S WRONG?, in: Journal of Applied Corporate Finance, 15, 3, (2003), S. 8–20.*

*Hubbard, R. / Palia, D. (1995), EXECUTIVE PAY AND PERFORMANCE: EVIDENCE FROM THE U. S. BANKING INDUSTRY, in: Journal of Financial Economics, 39, 1, (1995), S. 105–130.*

*Institutional Shareholder Services (2007), WHAT INTERNATIONAL MARKETS SAY ON PAY – AN INVESTOR PERSPECTIVE, Rockville, (2007).*

*Jenkins, E. / Seiler, R. (1990), THE IMPACT OF EXECUTIVE SCHEMES UPON THE LEVEL OF DISCRETIONARY EXPENDITURES AND GROWTH IN STOCKHOLDER WEALTH, in: Journal of Business Finance and Accountancy, 17, 4, (1990), S. 585–592.*

*Jensen, M. / Meckling, W. (1976), THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE, in: Journal of Financial Economics, 3, 4, (1976), S. 305–360.*

*Jensen, M. / Murphy, K. (1990), PERFORMANCE PAY AND TOP-MANAGEMENT INCENTIVES, in: Journal of Political Economy, 98, 2, (1990), S. 225–264.*

*Jeppson, C. et al. (2009), CEO COMPENSATION AND FIRM PERFORMANCE: IS THERE ANY RELATIONSHIP?, in: Journal of Business & Economics Research, 7, 11, (2009), S. 81–93.*

*Johannesson, J. et al. (2012), UK, RUSSIA, KAZAKHSTAN AND CYPRUS GOVERNANCE COMPARED, in: Corporate Governance, 12, 2, (2012), S. 226–242.*

*Johl, S. et al. (2013), REMUNERATION STRUCTURE AND CORPORATE ENTREPRENEURSHIP: A UK STUDY, in: International Journal of Business and Management, 8, 7, (2013), S. 116–126.*

*Joint Committee on Corporate Governance (2001), BEYOND COMPLIANCE: BUILDING A GOVERNANCE CULTURE: SAUCIER REPORT, Toronto, (2001).*

*Joskow, P. et al. (1993), REGULATORY CONSTRAINTS ON CEO COMPENSATION, in: Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics, 1993, 1, (1993), S. 1–72.*

*Kakabadse, N. et al. (2004), DIRECTORS' REMUNERATION: THE NEED FOR A GEO-POLITICAL PERSPECTIVE, in: Personnel Review, 33, 5/6, (2004), S. 561–582.*

*Kaplan, S. (2008), ARE U.S. CEOS OVERPAID?, in: Academy of Management Perspectives, 22, 2, (2008), S. 5–20.*

*Korn/Ferry International (2001), CORPORATE BOARD GOVERNANCE AND DIRECTOR COMPENSATION IN CANADA: A REVIEW OF 2011, Vancouver, (2001).*

*Lang, M. / Lundholm, R. (1993), A CROSS-SECTIONAL ANALYSIS OF THE THEORY OF CORPORATE DISCLOSURE DUE TO ADVERSE SELECTION, in: Journal of Accounting Research, 31, 2, (1993), S. 246–271.*

*London Stock Exchange (2010), A GUIDE TO LISTING ON THE LONDON STOCK EXCHANGE, London, (2010).*

*Lorsch, J. / MacIver, E. (1989), PAWNS OR POTENTATES: THE REALITY OF AMERICA'S CORPORATE BOARDS, Harvard Business School, Boston, Mass (1989).*

*Magnan, M. et al. (1995), A COMPARATIVE ANALYSIS OF THE DETERMINANTS OF EXECUTIVE COMPENSATION BETWEEN CANADIAN AND U.S. FIRMS, in: Relations Industrielles, 50, 2, (1995), S. 297–319.*

*Magnan, M. et al. (1999), THE IMPACT OF DIRECTORS' POWER ON THE USE OF PERFORMANCE-CONTINGENT COMPENSATION FOR CEOS, École des Hautes Études Commerciales, Montréal (1999).*

*Main, B. et al. (1996), TOTAL BOARD REMUNERATION AND COMPANY PERFORMANCE, in: The Economic Journal, 106, 439, (1996), S. 1627–1644.*

*Main, B. et al. (2008), THE REMUNERATION COMMITTEE AND STRATEGIC HUMAN RESOURCE MANAGEMENT, in: Corporate Governance, 16, 3, (2008), S. 225–238.*

*Main, B. / Johnston, J. (1993), REMUNERATION COMMITTEES AND CORPORATE GOVERNANCE, in: Accounting and Business Research, 23, sup1, (1993), S. 351–362.*

*Mallin, C. (2010), CORPORATE GOVERNANCE, OUP Oxford, Oxford, (2010).*

*Mallin, C. (2012), CORPORATE GOVERNANCE, OUP Oxford, Oxford, (2012).*

*Matthes, J. (2000), DAS DEUTSCHE CORPORATE-GOVERNANCE-SYSTEM: WANDEL VON DER STAKEHOLDER-ORIENTIERUNG ZUM SHAREHOLDER-VALUE-DENKEN, Köln (2000).*

*McKnight, P. et al. (2000), CEO AGE AND TOP EXECUTIVE PAY: A UK EMPIRICAL STUDY, in: Journal of Management and Governance, 4, 3, (2000), S. 173–187.*

*McKnight, P. / Tomkins, C. (1999), TOP EXECUTIVE PAY IN THE UNITED KINGDOM: A CORPORATE GOVERNANCE DILEMMA, in: International Journal of the Economics of Business, 6, 2, (1999), S. 223–239.*

*Murphy, K. (1999), EXECUTIVE COMPENSATION, in: Handbook of Labor Economics, hrsg. Ashenfelter / Card, North Holland, Amsterdam (1999), S. 2485–2563.*

*Murphy, K. (2012), EXECUTIVE COMPENSATION: WHERE WE ARE, AND HOW WE GOT THERE, in: Handbook of the economics of finance: Corporate finance, hrsg. Constantinides et al., North Holland, Amsterdam, London, (2012), S. 211–356.*

*New York Stock Exchange (2013), LISTED COMPANY MANUAL, CORPORATE GOVERNANCE STANDARDS.*

*Nordberg, D. (2011), CORPORATE GOVERNANCE: PRINCIPLES AND ISSUES, Sage Publications Ltd., Los Angeles, (2011).*

*Nourayi, M. / Mintz, S. (2008), TENURE, FIRM'S PERFORMANCE, AND CEO'S COMPENSATION, in: Managerial Finance, 34, 8, (2008), S. 524–536.*

*Nowicki, M. et al. (2006), CONTRIBUTIONS TO FIRM VALUE BY STOCK-BASED COMPENSATION PLANS, in: Journal of Business and Management, 12, 2, (2006), S. 147–155.*

*Ofek, E. / Yermack, D. (2000), TAKING STOCK: EQUITY-BASED COMPENSATION AND THE EVOLUTION OF MANGERIAL OWNERSHIP, in: The Journal of Finance, 55, 3, (2000), S. 1367–1384.*

*Ontario Securities Commission (2005a), NI 58-101, NATIONAL INSTRUMENT 58-101 - DISCLOSURE OF CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES.*

*Ontario Securities Commission (2005b), NP 58-201, NATIONAL POLICY 58-201 - CORPORATE GOVERNANCE GUIDELINES.*

*Ontario Securities Commission (2011), AMMENDMENTS TO FORM 51-102F6, STATEMENT OF EXECUTIVE COMPENSATION AND CONSEQUENTIAL AMENDMENTS.*

*Paetzmann, K. (2012), CORPORATE GOVERNANCE, Springer Berlin Heidelberg, Berlin, (2012).*

*Park, Y. / Shin, H. (2004), BOARD COMPOSITION AND EARNINGS MANAGEMENT IN CANADA, in: The Journal of Corporate Finance, 10, 3, (2004), S. 431–457.*

*Pass, C. et al. (2000), PERFORMANCE CRITERIA OF CORPORATE OPTION AND LONG-TERM INCENTIVE PLANS: A SURVEY OF 150 UK COMPANIES, 1994-1998, in: Management Decision, 38, 1/2, (2000), S. 130–137.*

*Pass, C. (2006), THE REVISED COMBINED CODE AND CORPORATE GOVERNANCE, in: Managerial Law, 48, 5, (2006), S. 467–478.*

*Plank, N. (2012), DIE REGELUNGEN ZUR VORSTANDSVERGÜTUNG IN ÖSTERREICH, DEUTSCHLAND UND DER SCHWEIZ, Wien (2012)*

*Rakoto, P. (2012), CORPORATE GOVERNANCE, EXCESSIVE STOCK OPTION COMPENSATION AND EARNINGS RESTATEMENT: EVIDENCE FROM CANADA, Montréal, (2012).*

*Rakotosoa, E. (1999), LES OPTIONS D'ACHAT D' ACTIONS OCTROYÉES AUX DIRIGEANTS D'ENTREPRISES CANADIENNES [EXECUTIVE STOCK OPTION GRANTS IN CANADA], École des Hautes Études Commerciales, Montréal (1999).*

*Securities and Exchange Commission (1933), SECURITIES ACT, REGULATION S-X.*

*Sepe, S. (2011), MAKING SENSE OF EXECUTIVE COMPENSATION, in: Delaware Journal of Corporate Law, 36, 1, (2011), S. 189–235.*

*Sheikh, A. (2008), CEO ANNUAL BONUS PLANS: DO PERFORMANCE STANDARDS INFLUENCE THE ASSOCIATION BETWEEN PAY AND PERFORMANCE?, in: Journal of American Academy of Business, 12, 2, (2008), S. 39–44.*

*Singh, P. / Agarwal, N. (2002), THE EFFECTS OF FIRM STRATEGY ON THE LEVEL AND STRUCTURE OF EXECUTIVE COMPENSATION, in: Canadian Journal of Administrative Sciences, 19, 1, (2002), S. 42–56.*

*Smith, A. (2013), NAY ON SAY: WILL CANADA EVER LEGISLATE MANDATORY SAY ON PAY? OR IS A VOLUNTARY APPROACH ENOUGH?, Online-Publikation, [http://www.nationalmagazine.ca/Articles/January\\_-\\_February\\_2013/Nay\\_on\\_say.aspx](http://www.nationalmagazine.ca/Articles/January_-_February_2013/Nay_on_say.aspx), Stand: 09.03.2014.*

*Smith, C. / Watts, R. (1992), THE INVESTMENT OPPORTUNITY SET AND CORPORATE FINANCING, DIVIDEND, AND COMPENSATION POLICIES, in: Journal of Financial Economics, 32, 3, (1992), S. 263–292.*

*Social Investment Forum / Institutional Shareholder Services (2007), 2006 POSTSEASON REPORT: SPOTLIGHT ON EXECUTIVE PAY AND BOARD ACCOUNTABILITY, Rockville, (2007).*

*St-Onge, S. et al. (2001), THE EFFECTIVENESS OF STOCK OPTION PLANS: A FIELD INVESTIGATION OF SENIOR EXECUTIVES, in: Journal of Management Inquiry, 10, 3, (2001), S. 250–266.*

*The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Cee and Co. Ltd.* (1992), CADBURY REPORT.

*The Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada (OSFI)* (2003), CORPORATE GOVERNANCE GUIDELINE, Ottawa, (2003).

*Toronto Stock Exchange* (1994), WHERE WERE THE DIRECTORS? GUIDELINES FOR IMPROVED CORPORATE GOVERNANCE IN CANADA: THE TORONTO REPORT, Toronto, (1994).

*Toronto Stock Exchange* (2002), CORPORATE GOVERNANCE POLICY - PROPOSED NEW DISCLOSURE REQUIREMENT AND AMENDED GUIDELINES, Toronto, (2002).

*Toronto Stock Exchange* (2003), CORPORATE GOVERNANCE: A GUIDE TO GOOD DISCLOSURE, Toronto, (2003).

*Toronto Stock Exchange* (2006), CORPORATE GOVERNANCE: A GUIDE TO GOOD DISCLOSURE, Toronto, (2006).

*Toronto Stock Exchange* (2013), TSX COMPANY MANUAL.

*Toronto Stock Exchange / Institute of Corporate Directors* (1999), FIVE YEARS TO THE DEY, Toronto, (1999).

*Tricker, I.* (2012), CORPORATE GOVERNANCE: PRINCIPLES, POLICIES AND PRACTICES, 2. Aufl., Oxford University Press, Oxford (2012).

*U.K. Government Law* (2006), COMPANIES ACT, THE DIRECTORS' REMUNERATION REPORT REGULATIONS.

*U.S. Government Law* (2002), SOX, SARBANES-OXLEY ACT, H.R. 3763.

*U.S. Government Law* (2010), DODD-FRANK ACT, DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT., H.R. 4173.

*Wagner, A. / Wenk, C.* (2011), DESIGN MATTERS: BINDING SAY-ON-PAY AND ITS IMPACT ON SHAREHOLDER VALUE, Swiss Finance Institute, Geneva, (2011).

*Weimer, J. / Pape. C. (1999), A TAXONOMY OF SYSTEMS OF CORPORATE GOVERNANCE, in: Corporate Governance, 1999, 7, (1999), S. 152–166.*

*Zhou, X. (1997), ESSAYS ON EXECUTIVE COMPENSATION AND MANAGERIAL INCENTIVES, University of Toronto, Toronto, (1997).*

*Zhou, X. (1999), EXECUTIVE COMPENSATION AND MANAGERIAL INCENTIVES: A COMPARISON BETWEEN CANADA AND THE UNITED STATES, in: The Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance and Organization, 5, 3, (1999), S. 277–301.*

*Zhou, X. (2000), CEO PAY, FIRM SIZE, AND CORPORATE PERFORMANCE: EVIDENCE FROM CANADA, in: The Canadian Journal of Economics, 33, 1, (2000), S. 213–251.*

*Zhou, X. / Swan, P. (2008), DOES EXECUTIVE COMPENSATION DISCLOSURE ALTER PAY AT THE EXPENSE OF INCENTIVES?, in: SSRN Working Paper Series, (2008), <http://ssrn.com/paper=910865>.*



## **Abstract**

Steigende Vorstandsgehälter sind ein Thema, das nicht nur in der Öffentlichkeit zu Diskussionen führt, sondern auch in wissenschaftlichen Arbeiten behandelt wird. Diese Masterarbeit untersucht, wie die Vergütung von Vorstandsmitgliedern in den USA, in Großbritannien und in Kanada geregelt ist. Es werden gesetzliche Regelungen sowie Corporate Governance Richtlinien in diesen Ländern analysiert und verglichen. Neben Regelungen zur Verantwortlichkeit für die Vorstandsvergütung sowie zu deren Angemessenheit werden Vorgaben zu Struktur und Bemessungsgrundlage sowie zur Vergütung in Form von Aktienoptionen und Bezugsrechten dargelegt. Weiters werden Richtlinien im Falle einer frühzeitigen Beendigung der Tätigkeit und die Verpflichtungen zur Offenlegung dargestellt. Als Grundlage für die Herangehensweise an diese Thematik dient die Magisterarbeit von Nina Plank, die diese Forschungsfrage bezogen auf die DACH Region (Deutschland, Österreich und Schweiz) bearbeitet hat.

Während es in Großbritannien umfassende Corporate Governance Richtlinien gibt, werden die behandelten Aspekte zur Vorstandsvergütung in den USA überwiegend gesetzlich geregelt. Im Vergleich zu diesen beiden Ländern sind die Gehälter von Vorstandsmitgliedern in Kanada generell weniger umfassend geregelt. Zur Verantwortlichkeit für die Festlegung und der Offenlegung der Vorstandsvergütung gibt es in allen drei Ländern die meisten Vorgaben im Vergleich zu den anderen Kategorien. Im Vergleich mit den Ergebnissen der DACH-Region wird deutlich, dass auch in den deutschsprachigen Ländern auf die Offenlegung sehr hohe Bedeutung gelegt wird, wobei es hier mehr Ausnahmen bzw. Befreiungen von der Publizitätspflicht gibt.



# Lebenslauf

## Persönliche Daten

Name: Gerald Fritz

Geburtsdatum: 01.06.1987

Nationalität: Österreich

## Ausbildung

- |              |   |
|--------------|---|
| seit 10/2010 | Universität Wien<br><i>Masterstudium Betriebswirtschaft</i><br>SBWL: Corporate Finance und Controlling  |
| 2007 – 2011  | Wirtschaftsuniversität Wien<br><i>Bachelorstudium der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften</i><br>Studienzweig Betriebswirtschaft<br>KFK: Außenhandel und Betriebswirtschaft der Klein- und Mittelbetriebe |
| 2006 – 2007  | Präsenzdienst   |
| 2001 – 2006  | BHAK Eisenstadt   |

## Berufserfahrung

- |                   |                                    |
|-------------------|------------------------------------|
| seit 12/2012      | Beiersdorf Österreich GmbH         |
| 07/2012 – 09/2012 | Beiersdorf Österreich GmbH         |
| 07/2010 – 12/2010 | Österreichischer Integrationsfonds |