

Corporate Governance – Kontrolle durch Publizität

Inauguraldissertation
zur Erlangung des akademischen Grades eines
Dr. rer. pol (Doctor rerum politicarum)

an der
Wissenschaftlichen Hochschule für
Unternehmensführung (WHU)
– Otto-Beisheim-Hochschule –

vorgelegt von:
Diplom-Kaufmann
Markus Friedrich Wißmann
Dilldorfer Straße 21
D-45257 Essen
Tel.: 0201/6154943
Email: mrwssmnn@aol.com

Vallendar, im Mai 2006

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	VI
Tabellenverzeichnis	VII
Abkürzungsverzeichnis	IX
Variablenverzeichnis	XII
Eidesstattliche Erklärung	XIII
Vorwort	XIV
1 Einleitung	1
1.1 Motivation	1
1.2 Aufbau der Arbeit	2
1.2.1 SOX und deutsche Emittenten in den USA	3
1.2.2 Individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütung	5
1.2.3 Die Corporate Governance der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	6
2 Sarbanes-Oxley Act – Auswirkungen auf das Risikomanagement und die Risikoberichterstattung deutscher Emittenten	8
2.1 Problemstellung und Gang der Untersuchung	8
2.2 Regulatorisches Umfeld	9
2.2.1 Das Sarbanes Oxley Act	12
2.2.2 Corporate Governance in Deutschland	15
2.2.3 Vergleichende Betrachtung	18
2.3 Aufbau der empirischen Untersuchung	20

2.3.1	Risikomanagement und -berichterstattung in der deutschen Corporate Governance	22
2.3.2	Risikomanagement und -berichterstattung im Rahmen des SOX	24
2.3.3	Überschneidungen zwischen deutscher und amerikanischer Corporate Governance	27
2.3.4	Projektmanagement der Implementierung des SOX	29
2.3.5	Kosten und Nutzen aus der Befolgung von SOX	31
2.4	Schlussbemerkung	35
	Anhang: Fragebogen	37
	Literaturverzeichnis	42
3	Vorstandsvergütung	46
3.1	Einleitung	46
3.2	Rechtliche Rahmenbedingungen der Offenlegung der Vorstandsvergütung	50
3.2.1	Grundlage der Vorstandsvergütung	50
3.2.2	Entwicklung der Rechtsgrundlage der Offenlegung in Deutschland	51
3.2.3	Diskussion der Offenlegung aus juristischer Perspektive	55
3.2.4	Entwicklung in der EU	57
3.2.5	Entwicklung in den USA	59
3.2.6	Zwischenfazit	61
3.3	Theoretische Grundlagen	61
3.3.1	Dimensionen der Transparenz	61
3.3.2	Traditionelle Prinzipal-Agenten Ansätze	70
3.3.3	Unraveling Theorie	77

3.3.4	Neuere Prinzipal-Agenten Ansätze	81
3.3.5	Equity Theorie	91
3.3.6	Bidding-Up Theorie	95
3.3.7	Neue Politische Ökonomie	97
3.4	Offenlegungspraxis der DAX-30 Unternehmen	99
3.4.1	Vorliegende empirische Untersuchungen für den Deutschen Kapitalmarkt	99
3.4.2	Analyse der Entsprechenserklärungen der Nicht-Offenleger	102
3.4.3	Analyse der Vergütung der Offenleger	105
3.5	Empirische Analyse	110
3.5.1	Korrelationsanalyse	114
3.5.2	Regressionsanalyse	115
3.5.3	Konfidenzintervalle mittels Bootstrap Methode	117
3.5.4	Analyse der Ausreißer mittels DF-Beta Verfahren	118
3.6	Fazit	124
	Anhang zum Charness & Kuhn Modell	127
	Literaturverzeichnis	132
4	Borussia Dortmund in der Kritik – ’Wichtig ist <i>nicht</i> nur auf dem Platz’	136
4.1	Einleitung	136
4.2	Der Versuch einer Analyse der Geschäftsberichte	137
4.2.1	Die Analyse der Bilanz	137
4.2.2	Analyse der Ertragslage	140
4.2.3	Analyse der Aufwendungen	146
4.2.4	Zwischenfazit	149

4.3	Analyse der Aktienkursentwicklung anhand des Reversed-News-Modells	150
4.3.1	Modellbeschreibung und Modellabgrenzung	150
4.3.2	Empirische Analyse	151
4.3.3	Drei Fallbeispiele	154
4.4	Fazit und Ableitung von Handlungsempfehlungen	160
	Literaturverzeichnis	164
5	Mehr Transparenz am Borsigplatz – Die Entsprechenserklärung der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA zum Deutschen Corporate Governance Kodex	167
5.1	Einleitung	167
5.2	Entlohnungsdiskussion	168
5.3	Diskussion der Ertragslage	172
5.4	Rechnungslegungsgrundsätze	174
5.5	Schlussbemerkung	175
	Literaturverzeichnis	176
6	Blinded by the Light: Das Overconfidence Phänomen am Beispiel der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	178
6.1	Borussia Dortmund in der Kritik der Wirtschafts- und Sportpresse	178
6.2	Abhängigkeit der Erlössituation vom sportlichen Erfolg	179
6.3	Overconfidence Phänomen	182
6.4	Rattenrennen	185
6.5	Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	187
6.6	Fazit	189
	Literaturverzeichnis	190

7 Gesamtfazit

Abbildungsverzeichnis

1	Auswirkungen SOX auf Unternehmensebene	32
2	Attraktivität des US-Kapitalmarktes nach SOX	33
3	Listingaktivitäten in den USA nach Herkunft	34
4	Anteil ausländischer neuer Listings an Gesamtlistings	35
5	Synopse der Vergütungstransparenz	54
6	Transparenz-Matrix	63
7	Equity Theorie	92
8	Symmetrieplot	112
9	Analyse der Ausreißer	119
10	Zusammenhang Börsenkapitalisierung und Vorstandsvergütung	123
11	Aktienkursentwicklung im Vergleich zur allgemeinen Markt- entwicklung	154
12	Vereinfachtes Modell der Fußball-Industrie	181
13	Eigeneinschätzung und tatsächlicher Anteil richtiger Antworten	186

Tabellenverzeichnis

1	Überblick über die Hauptkapitel von SOX	13
2	Transparenz in der Deutschen Corporate Governance	16
3	Deutsche Emittenten in den USA	22
4	Kostenvolumen Erstentsprechung SOX 404	30
5	Stundenvolumen Erstentsprechung SOX 404	31
6	Zusammensetzung und Vergütung des Vorstands DCGK 2005	52
7	Ausweis Sachbezüge	66
8	Anmerkung zu Sonstigen Bezügen (Sachbezüge)	68
9	DCGK 4.2.2 Vergütung	72
10	DCGK 4.2.3 Zusammensetzung der Vergütung	74
11	Entwicklung Transparenz im Zeitablauf	80
12	Entsprechung mit DCGK 4.2.4	101
13	Entsprechenserklärungen	103
14	Differenzierung der Vorstandsgehälter	108
15	Fixe versus variable Vergütung	109
16	Deskriptive Statistik	110
17	Symmetrie der abhängigen Variablen	113
18	Korrelationsanalyse	115
19	Regressionsergebnisse Teil 1	116
20	Konfidenzintervall der Bootstrap-Analyse	117
21	Regressionsergebnisse Teil 2	122
22	Borussia Dortmund Konzernbilanz zum 30. Juni 2003	138
23	Wichtige Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung	141
24	Vergleich der Aufwandsstruktur	146
25	Spielertransfers seit Börsengang	148

26	Sonstiger betrieblicher Aufwand	148
27	Die zehn höchsten Kursveränderungen	153
28	Kompensation der Executive und Non-Executive Directors von Manchester United	170
29	Fragenkatalog einer Overconfidence Studie	184

Abkürzungsverzeichnis

a.F.	alte Fassung
Abs.	Absatz
AFEP	Association Francaise des Enterprises Privees
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BB	Betriebsberater (Zeitschrift)
BCCG	Berlin Center for Corporate Governance
BDA	Bundesvereinigung der deutschen Arbeitgeberverbände
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie
BFH	Bundesfinanzhof
BilReG	Bilanzrechtsreformgesetz
BVB	Ballspiel-Verein Borussia 1909 e.V.
bzw.	beziehungsweise
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CL	Champions League
COSO	Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DFB	Deutscher Fußball Bund
DFL	Deutsche Fußball Liga
d. h.	das heißt
DRS	Deutscher Rechnungslegungsstandard
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.
e.V.	eingetragener Verein
EBITDA	Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
EU	Europäische Union
EUR	Euro
f.	folgende
FA Cup	Football association challenge cup
FTD	Financial Times Deutschland
FTSE 250	Financial Times Stock eExchange Index 250
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles

GDV	Gesamtverband der dDeutschen Versicherungswirtschaft e.V.
ggf.	gegebenenfalls
GJ	Geschäftsjahr
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
IAS	International Accounting Standard(s)
i.d.R.	in der Regel
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
i. H. v.	in Höhe von
IPO	Initial Public Offering
IZA	Institut zur Zukunft der Arbeit
Jg.	Jahrgang
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
LSE	London Stock Exchange
m.E.	meines Erachtens
ManU	Manchester United plc
MDAX	Midcap-Index der Deutschen Börse
n.F.	neue Fassung
NAFTA	North American Free Trade Area
NASDAQ	National Security Association Automated Quotation System
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
p.	page
PA	Prinzipal Agent
PCAOB	Public Company Accounting Oversight Board
Plc	Public limited company
pp.	pages
PublG	Publizitätsgesetz (Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen)
RefE	Referentenentwurf
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
S.	Seite
SDAX	Smallcap-Index der deutschen Börse
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
SOX	Sarbanes Oxley Act
SSRN	Social Sciences Research Network

TecDAX	Technologiewerte Index der Deutschen Börse
TEURo	Tausend Euro
TGBP	Tausend Britische Pfund
TransPuG	Transparenz- und Publizitätsgesetz
TV	Television
Tz.	Teilziffer
u. a.	unter anderem
u. U.	unter Umständen
UEFA	Union of European Football Associations
UI Cup	UEFA Intertoto Cup
UK-GAAP	United Kingdom Generally Accepted Accounting Principles
URL	Uniform Resource Location
US	United States
USA	United States of America
USD	US Dollar
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
v.	von
Vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
VorstOG	Gesetz über die Offenlegung von Vorstandsvergütungen
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WM	Wertpapiermitteilungen (Zeitschrift)
z. B.	zum Beispiel
ZfCM	Zeitschrift für Controlling und Management
ZVglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft

Variablenverzeichnis

A	Arbeitseinsatz
E	Erwartungswert
e	Arbeitsanstrengung im Basisszenario
Π	Unternehmensgewinn
R	Erträge für das Unternehmen aus Arbeitseinsatz
θ	Arbeitnehmer mit höherer Produktivität
w	Lohnsatz
Ψ	Einschätzung

Eidesstattliche Erklärung

Ich erkläre hiermit an Eides Statt, dass ich die bei der WHU, Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung, Otto-Beisheim-Hochschule, vorgelegte Dissertation selbständig und ohne die Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Weise keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt.

Markus F. Wißmann

Vallendar, 26. Mai 2006

Vorwort

All jenen, die zur Erstellung dieser Arbeit in unterschiedlicher Form beigetragen haben, sei hier herzlichst gedankt.

An erster Stelle bedanke ich mich bei meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Jürgen Weigand für die zahlreichen konstruktiven Gespräche und sein fortwährendes Interesse an meinen Forschungsprojekten. Dies hat entscheidend zum Gelingen der vorliegenden Arbeit beigetragen. Insbesondere möchte ich mich für seine Unterstützung bedanken, die es mir ermöglichte, meine Forschungsarbeiten auf einer internationalen Konferenz zu präsentieren.¹

Ferner möchte ich mich auch ganz recht herzlich bei Herrn Prof. Dr. Peter Witt für die Übernahme des Zweitgutachtens bedanken.

Teile meiner Arbeit sind bereits in unterschiedlichen wissenschaftlichen Zeitschriften publiziert bzw. wurden zur Publikation angenommen. In diesem Zusammenhang möchte ich mich auch für die gute Kooperation bei meinen Co-Autoren bedanken. Die folgende Aufstellung gibt einen Überblick über die publizierten Beiträge:

- Blinded by the Light – Das Overconfidence Phänomen am Beispiel der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA (mit J. Weigand und G. Stadtmann), *Wirtschaftswissenschaftliches Studium (WiSt)*, Vol. 34(5), 2005, 274 – 279.

¹European Integration in Swedish Economic Research, Grand Hotel, Mölle (Sweden), May 24 – 27, 2005, 7th Annual Conference of European Integration, Swedish Network For European Studies in Economics and Business (SNEE).

- Borussia Dortmund in der Kritik: 'Wichtig ist nicht nur auf dem Platz', (mit J. Weigand und G. Stadtmann), *Sport und Gesellschaft*, Vol. 1(2), 2004, 145 – 164.
- Aktionäre in der Manndeckung – Erklärungsversuch der Aktienkursentwicklung von Borussia Dortmund (mit G. Stadtmann), *Controller Magazin*, Vol. 29, 6/2004, 584 – 587.
- Mehr Transparenz am Borsigplatz – Die Entsprechenserklärung der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA zum Deutschen Corporate Governance Kodex (mit J. Weigand und G. Stadtmann), *Wirtschaftswissenschaftliches Studium (WiSt)*, Vol. 33(7), 2004, 427 – 430.
- Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA in der Kritik: Eine Bilanzanalyse, (mit G. Stadtmann), *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, Vol. 57(12), 2004, 635 – 639.
- Schuss, Tor, Hurra? Extreme Aktienkursreaktionen und neue Informationen – Das Reversed-News-Modell am Beispiel der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA (mit J. Weigand und G. Stadtmann), *Zeitschrift für Controlling und Management (ZfCM)*, Vol. 48(3), 2004, 152 – 156.
- Transparency under the Sarbanes Oxley Act and Foreign Private Issuers, (mit S. Bartram und G. Stadtmann), in: Oxelheim, Lars (Ed.): *Corporate and Institutional Transparency for Economic Growth in Europe*, Elsevier, Oxford 2006.
- SOX Around the World – Der amerikanische Sarbanes-Oxley Act verursacht in den USA gelisteten deutschen Unternehmen mehr Kosten

als Nutzen (mit G. Stadtmann), *Börsen-Zeitung*, No. 16, 24.01.2006, S. 21.

- Entwicklungen im deutschen und amerikanischen Corporate Governance System – Der Einfluss des Sarbanes-Oxley Acts (mit G. Stadtmann), erscheint in: *Zeitschrift Risk, Fraud & Governance*, 2006.
- Sarbanes-Oxley Act – Auswirkungen auf das Risikomanagement und die Risikoberichterstattung deutscher Emittenten in den USA (mit G. Stadtmann), erscheint in: *Controller Magazin*, 2006.

1 Einleitung

1.1 Motivation

Das Augenmerk der Öffentlichkeit richtet sich in jüngster Vergangenheit, bedingt durch die Unternehmenskrisen namhafter an der Börse notierter Unternehmen wie etwa Enron, Ahold, Worldcom, Parmalat oder auch Philipp Holzmann, verstärkt auf das Thema Corporate Governance. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur werden Corporate Governance Problematiken jedoch schon weitaus länger untersucht und diskutiert. Corporate Governance wird in diesem Kontext als die Organisation und Kontrolle eines Unternehmens unter Beachtung rechtlicher und faktischer Rahmenbedingungen definiert, wobei die verschiedenen Interessen der internen und externen mit dem Unternehmen verbundenen Gruppen analysiert werden.

So ist in managergeführten Unternehmen von einer asymmetrischen Informationsverteilung zugunsten des Managements auszugehen. Manager unterliegen einem Moral Hazard durch die einseitige Nutzung dieser Informationen zu ihren Gunsten. Dieses Szenario führt wiederum zu einer Principal-Agent Problematik mit entsprechenden Agency Kosten. Die Komplexität der divergierenden Interessen und der asymmetrischen Informationsverteilung soll durch den Abschluss expliziter und impliziter Verträge zwischen den einzelnen Bezugsgruppen (Stakeholdern) innerhalb der Unternehmung reduziert werden. Corporate Governance Fragestellungen beziehen sich in diesem Zusammenhang auf die zwangsläufige Unvollständigkeit der von einem Unternehmen geschlossenen expliziten und impliziten Verträge zu seinen verschiedenen Bezugsgruppen und die divergierenden

Interessen dieser Gruppen.

Als Reaktion auf die oben genannten Unternehmenskrisen sind die Bestrebungen der nationalen Gesetzgeber darauf gerichtet, ihre Corporate Governance Systeme anzupassen. Insbesondere wird versucht, das gestörte Investorenvertrauen in ihr jeweiliges Corporate Governance System wiederherzustellen. So wurde in den USA als Reform des dortigen Corporate Governance Systems der Sarbanes Oxley Act (SOX) eingeführt.

Im deutschen Kapitalmarktrecht ist als Ergebnis der Arbeiten der Cromme Kommission der zwischenzeitlich revidierte Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) durch § 161 AktG verankert worden. Als Ergebnis des 10-Punkte Programms zur Stärkung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes wurde das Bilanzkontrollgesetz (BilKoG) und das Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG) in Kraft gesetzt. Corporate Governance Systeme sind also nicht starr, sondern unterliegen einer Dynamik, die insbesondere von den Erfordernissen der Kapitalmärkte und ihrer Akteure geprägt zu sein scheint. Insgesamt scheint die Kontrolle durch Publizität ausgeweitet zu werden. Die folgenden Kapitel behandeln die Thematik – *Kontrolle durch Publizität* – jeweils aus einem anderen Blickwinkel.

1.2 Aufbau der Arbeit

Im ersten Teil der Arbeit werden die Auswirkungen des SOX auf deutsche in den USA zweitgelistete Unternehmen untersucht. In Teil zwei erfolgt die Analyse der Corporate Governance Praktiken der DAX-30 Unternehmen im Hinblick auf die individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütung. Aus-

gehend von der Offenlegungsdiskussion erfolgt in Teil drei eine umfassende Analyse der Corporate Governance Praktiken der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA.

1.2.1 SOX und deutsche Emittenten in den USA

Im Rahmen dieses Kapitels wird am Beispiel des In-Kraft-Tretens von SOX untersucht, welche Auswirkungen sich auf deutsche Emittenten in den USA ergeben. Gemäß dem SOX ist es nun obligatorisch, dass die materielle Richtigkeit des Konzernabschlusses von dem Vorstandsvorsitzenden (CEO) und dem Finanzvorstand (CFO) bestätigt wird. Bei einer Falschaussage sind Sanktionen für diese beiden Personen vorgesehen. Grundsätzlich haben Gesellschaften, deren Geschäftsjahr am 15. November 2004 oder später endet, ihrem Geschäftsbericht einen sog. Controllingbericht voranzustellen,² in dem die Unternehmensleitung die Funktionsfähigkeit ihres internen Kontrollsystems der Finanzberichterstattung bestätigt. Als weitere wesentliche Änderungen sind die Einrichtung des Company Accounting Oversight Board, die Stärkung der Unabhängigkeit des Board of Directors und des Audit Committees zu betrachten.

Interdependenzen zwischen dem US-amerikanischen und dem deutschen System ergeben sich u. a. dann, wenn ein Unternehmen mit Sitz in Deutschland aufgrund seiner Listung an einer amerikanischen Börse die Bestimmungen des SOX zu befolgen hat. Unternehmen, die aus einem anderen Rechtskreis kommen, sind also gezwungen, Elemente eines Corporate Governance Systems zu übernehmen, welches grundlegend anders strukturiert ist.

²Für Foreign Private Issuer gilt diese Regelung erst für Geschäftsjahre, die nach dem 15. Juli 2006 enden.

Mit dem SOX wird der Grundgedanke des Shareholder Value Ansatzes noch stärker in den Vordergrund gerückt. Hierbei ist zu beachten, dass sich ausländische in den USA gelistete Emittenten bislang nicht durch ein *Delisting* diesen Vorschriften entziehen können. Vielmehr bleiben die umfangreichen Berichtsvorschriften prinzipiell auch nach dem Delisting bestehen. Ihnen kann sich ein ausländischer Emittent nur durch *Deregistrierung* entziehen. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass dieses – unter den momentan gültigen Regeln – nicht möglich ist, wenn mehr als 300 Anleger dieses Unternehmens ihren Wohnsitz in den USA haben. Es besteht somit eine faktische Beeinflussung der Corporate Governance der deutschen Emittenten in den USA. Ende 2005 initiierte die SEC erste Reformbestrebungen hinsichtlich der Erleichterung des Deregistrierungsverfahrens.

Es wird die These untersucht, ob die Tendenz zur Verschärfung der US-amerikanischen Corporate Governance die Kosten einer Notierung in den USA erhöht und den Kapitalmarkt der USA sowie das ihm inhärente Corporate Governance System langfristig für ausländische Unternehmen unattraktiv macht. Ebenso werden die SOX Elemente im Hinblick auf die Komplementarität mit dem Deutschen Corporate Governance System beurteilt.

Schließlich wird für deutsche Private Issuers eine Kosten-Nutzen-Analyse mit Hinblick auf die Übernahme von Elementen des US amerikanischen Corporate Governance Systems durchgeführt. Die Datenerhebung erfolgt mit Hilfe eines Fragebogens, der mit Hilfe des DAI an die Finanzvorstände der 18 in den USA zweitgelisteten deutschen Unternehmen versandt wurde.

1.2.2 Individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütung

Der deutsche Gesetzgeber vertraut, im Gegensatz zum US-amerikanischen, auf die adverse Publizität, d. h. börsennotierte Gesellschaften sind nicht gezwungen, die Anforderungen des DCGK zu befolgen. Vielmehr sind die Unternehmen im Falle der Nichtentsprechung verpflichtet, offen zu legen, welche Vorschriften nicht befolgt wurden. Dieses Prinzip wurde durch die Einführung des VorstOG im Hinblick auf die individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütung durchbrochen.

In Kapitel 3 werden für die Offenlegungspraktiken der DAX-30 Unternehmen für das Geschäftsjahr 2004 untersucht. Die individualisierte Offenlegung der Entlohnung von Managern ist verstärkt Gegenstand der öffentlichen Diskussion. Gemäß DCGK ist diese in 4.2.4 Satz 2 für den Vorstand gefordert. Auf Grund des vom Gesetzgeber als unzureichend erachteten tatsächlichen Entsprechungsverhaltens wurde das VorstOG in Kraft gesetzt. Die rechtliche Entwicklung hin zum VorstOG wird beschrieben und in den internationalen Kontext eingeordnet.

Es werden verschiedene Transparenzgrade anhand einer Transparenzmatrix herausgearbeitet und die Offenlegung der DAX-30 Unternehmen für das Geschäftsjahr 2004 im Hinblick auf Transparenz untersucht. Hierbei wird die Offenlegung als notwendiges aber nicht hinreichendes Kriterium für Transparenz herausgearbeitet. Anhand verschiedener theoretischer Modelle wird herausgearbeitet, warum einige Unternehmen DCGK 4.2.4. Satz 2 entsprechen, während andere hiervon absehen. Weiter wird auf die Motivation des Gesetzgebers, die zum In-Kraft-Treten des VorstOG führte, eingegangen.

Abschließend wird auf Basis der Geschäftsberichte des Jahres 2004 analysiert, inwieweit die DAX-30 Unternehmen eine Vergütungs differenzierung innerhalb des Vorstands vornehmen und welches die Determinanten der Vergütung sind.

1.2.3 Die Corporate Governance der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA

Ausgehend von der im vorhergehenden Abschnitt beschriebenen Entlohnungsdiskussion und der (Nicht-)Entsprechung einer größeren Anzahl von Unternehmen mit DCGK 4.2.4. Satz 2 wird dies als Ausgangspunkt für die detaillierte Analyse der Corporate Governance Praktiken der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA gewählt. Diese geriet Ende des Jahres 2003 erheblich in die Kritik der Öffentlichkeit, eben ausgehend von der als unangemessen erachteten Managemententlohnung.

Auf Basis der Geschäftsberichte insbesondere für den Zeitraum 2001/2002 und 2002/2003 der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA wird die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage anhand der veröffentlichten Geschäftsberichte untersucht und die Transparenz der offen gelegten Informationen und somit auch ein wesentlicher Bestandteil der Corporate Governance beurteilt. Im Rahmen des Reversed News Modells wird nachgewiesen, dass die aktuellen Veröffentlichungen bezüglich der Liquiditäts- bzw. Ertragslage von Borussia Dortmund den Börsenkurs signifikant beeinflusst haben.

Es wird untersucht, inwieweit diese negative Berichterstattung durch die vollständige Beachtung der Empfehlungen des DCGK hätte vermieden

werden können. Im Rahmen dieser Analyse wird die geforderte Offenlegung durch die jeweils geltenden Corporate Governance Regelungen der Borussia Dortmund KGaA mit denen der Manchester United plc verglichen und ein internationaler Corporate Governance Vergleich für den Bereich des Profifußballs vorgenommen.

Ausgehend von den vorgenommenen Analysen werden Handlungsempfehlungen erarbeitet, um zum einen die Corporate Governance und Kapitalmarkt-kommunikation zu verbessern und zum anderen die Kostenstruktur, etwa durch die Kopplung der Spielergehälter am sportlichen Erfolg, zu optimieren. Als Erklärungsansatz für das Investitionsverhalten und die daraus resultierenden finanziellen Auswirkungen wird das Overconfidence Theorem vorgestellt.

2 Sarbanes-Oxley Act – Auswirkungen auf das Risikomanagement und die Risikoberichterstattung deutscher Emittenten

2.1 Problemstellung und Gang der Untersuchung

Das In-Kraft-Treten des Sarbanes Oxley Acts (SOX) in den USA im Jahr 2002 als Reaktion auf die Bilanzskandale zum Beispiel bei Enron und Worldcom hat die Berichtspflichten sowie die Haftungsrisiken der an einer US-Börse notierten Gesellschaften erheblich erweitert. Das SOX enthält keine Ausnahmeregelung für ausländische Emittenten mit Zweitnotierung an einer US-Börse (Foreign Private Issuers). Mit den verschärften Compliance-Anforderungen ist eine erhebliche Kostenbelastung der betroffenen Firmen verbunden.³ In den Fokus der Öffentlichkeit ist hierbei insbesondere die Section 404 SOX gerückt, die von den Gesellschaften eine ausführliche Dokumentation und Tests der Funktionsfähigkeit des internen Kontrollsystems verlangt. Dieser sogenannte Internal Controls Report ist von einem beim Public Accounting Oversight Board (PCAOB) akkreditierten Wirtschaftsprüfer zu testieren. Section 302 SOX verlangt durch die Implementierung sogenannter Disclosure Controls, dass die veröffentlichten Informationen ordnungsgemäß sind.

In der Bundesrepublik Deutschland wurde 1998 als Reaktion auf diverse Finanzskandale das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) in Kraft gesetzt, dass vom Vorstand unter anderem die Einrichtung eines Überwachungssystems (Risikofrüherkennungssystem) im Hinblick auf bestandsgefährdende Risiken (§ 91 Abs. 2 AktG) verlangt.

³Vgl. Ernst & Young (2004). Siehe Abschnitt 2.2.3 für einige Konkretisierungen (Ausnahmen) in Bezug auf das deutsche Corporate Governance System.

Im Rahmen dieser empirischen Untersuchung wurde in Form einer Befragung von den deutschen Emittenten in den USA⁴ zunächst deren Einschätzung im Hinblick auf Angemessenheit und Konkretisierung der deutschen Vorschriften in Bezug auf Risikomanagement und Risikoberichterstattung erbeten. Anschließend wird untersucht, welche Auswirkungen von SOX auf Risikomanagement und Risikoberichterstattung ausgehen und ob eventuelle Synergien zwischen den Corporate Governance Systemen beider Jurisdiktionen existieren. Abschließend werden Kosten und Nutzen der Implementierung von SOX aus Sicht der betroffenen Emittenten erfragt. Eine sich anschließende Kosten-Nutzen Analyse steht in einem direkten Zusammenhang mit der Diskussion um Delisting bzw. Deregistrierung ausländischer Emittenten in den USA.⁵

2.2 Regulatorisches Umfeld

Die Entwicklung der Corporate Governance sowohl in Deutschland als auch in den USA ist in der Vergangenheit durch Bilanzskandale und Unternehmenspleiten ehemals renommierter Gesellschaften wie der Philipp Holzmann AG in Deutschland sowie Enron und Worldcom in den USA maßgeblich geprägt.⁶ Durch diese Krisen wurde das Thema Corporate Governance⁷ in den Blickpunkt einer breiteren Öffentlichkeit gerückt.

In beiden Jurisdiktionen wurden insbesondere auch die Themen Risikomanagement und internes Kontrollsystem in den entsprechenden Regelungen

⁴Vgl. Tabelle 3 für eine Aufstellung der derzeit an der NYSE/NASDAQ gelisteten deutschen Unternehmen.

⁵Vgl. Fischer zu Cramburg et al. (2004) sowie Hannich et al. (2005).

⁶Vgl. Axarlis (2004) für eine Analyse des regulatorischen Umfeldes in den USA.

⁷Vgl. Shleifer/Vishny (1997) für eine umfassende Analyse zu möglichen Definitionen des Begriffs Corporate Governance.

neu gestaltet. Ökonomisch soll hierdurch die Prinzipal Agenten Problematik gelöst werden, die zwischen den Eigentümern der Gesellschaft, also den Aktionären, und den angestellten Managern besteht. Im Rahmen der Prinzipal Agenten Beziehung verfolgen die angestellten Manager ggf. von den Zielsetzungen der Aktionäre abweichende, eigennützige Interessen.⁸ Im Rahmen dieser Beziehung ist die Finanzberichterstattung einer Gesellschaft von besonderer Bedeutung, gibt sie dem einzelnen Aktionär doch wesentliche Informationen im Hinblick auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage.⁹ Ein funktionierendes internes Kontrollsystem ist ein Instrument, um den Aktionären eine hohe Transparenz im Hinblick auf die Finanzberichterstattung der Gesellschaft zu verschaffen.¹⁰ Die Veränderungen in Deutschland und den USA machen deutlich, dass Corporate Governance innerhalb einzelner Jurisdiktionen kein statisches System ist, sondern einem ständigen Veränderungsprozess unterliegt. Dieser Systemwettbewerb¹¹ führt auch dazu, dass die Corporate Governance Systeme anderer Jurisdiktionen unter einem Veränderungsdruck stehen, wenn das Corporate Governance System eines Landes als dominant betrachtet wird. Hierdurch können Elemente eines fremden Corporate Governance Systems in ein ökonomisch effizientes Corporate Governance System übernommen werden. Als Folge könnte ein inkonsistentes System entstehen, falls die neu hinzugefügten Elemente nicht komplementär zu den bereits existierenden Elementen sind (vgl. Witt 2001, S. 82).

Durch die Einführung des SOX wurde in diesem Systemwettbewerb zwi-

⁸Vgl. z.B. Neubürger (2003), S. 186.

⁹Vgl. von Rosen (2004), S. 326 f.

¹⁰Vgl. Alles/Datar (2003), S. 2.

¹¹Vgl. Witt (2003), S. 12-15 zum Systemwettbewerb sowie S. 117 ff.

schen dem US-amerikanischen System und dem deutschen System eine neue Runde eingeläutet, da das SOX durch die Einbeziehung ausländischer Emittenten auch extritoriale Wirkung erzielt. Dies ist aus mehreren Gründen der Fall: Zum einen betrifft das SOX direkt jene Unternehmen, welche ein Dual Listing in den USA vorgenommen haben. Zum anderen müssen auch deutsche Tochterunternehmen US-amerikanischer börsennotierter Unternehmen ihre Berichterstattung an die Vorgaben des SOX anpassen.¹² Indirekte Auswirkungen ergeben sich ferner für alle inländischen Unternehmen, falls die SOX Gesetzgebung sich als Benchmark guter Corporate Governance entwickeln sollte. Es besteht die Möglichkeit, dass die Finanzmarktakteure das SOX als ein grundsätzliches Element für die Funktionsfähigkeit eines Corporate Governance Systems ansehen. Dies hätte zur Folge, dass im Rahmen von Investitionsentscheidungen ggf. ein Discount von jenen Unternehmen verlangt wird, die nicht dem SOX entsprechen. Somit könnten deutsche Unternehmen gezwungen sein, das SOX zu übernehmen, obwohl sie formal juristisch nicht dazu verpflichtet sind.

Betrachtet man die Entwicklung der deutschen Corporate Governance, so wird deutlich, dass im Vergleich zur Vergangenheit nun ein stärkerer Fokus auf der Kapitalmarktorientierung liegt. Schmidt (2003, S. 23) stellt fest, dass mit dem In-Kraft-Treten des KonTraG ein Paradigmenwechsel hin zur Kapitalmarktorientierung und Shareholder Value stattgefunden habe. In diesem Kontext ist ebenfalls die sogenannte Pfadabhängigkeit von Corporate Governance Systemen relevant. Diese Theorie besagt, dass die gegenwärtig die Corporate Governance bestimmenden Gesetze und Regelungen durch jene Gesetze und Regelungen determiniert werden, die bereits in der Vergan-

¹²Vgl. Menzies (2004), S. 13.

genheit bestanden.¹³ Werden durch die Veränderungen in der US Corporate Governance jetzt auch die amerikanischen Vorschriften für deutsche Emittenten verbindlich, so beeinflusst dies im Rahmen dieser Theorie auch die zukünftige Entwicklung der deutschen Corporate Governance. Wie groß dieser Einfluss tatsächlich ist, ist momentan noch nicht abzuschätzen. Durch die Einführung des SOX ist es durchaus möglich, dass der eingeschlagene Pfad des deutschen Corporate Governance Systems weiter in Richtung zunehmende Kapitalmarktorientierung gedrängt wird. Hierzu sind auch die Regelungsbemühungen auf Ebene der EU in die Analyse einzubeziehen.¹⁴

SOX sieht grundsätzlich keine Ausnahmeregelung für Foreign Private Issuers, also ausländische zweitgelistete Unternehmen, die bei der SEC registrierungspflichtig sind, vor. De facto werden ausländische in den USA gelistete Unternehmen damit dem Corporate Governance System der USA unterworfen. Dies stellt beispielsweise eine Verschärfung der bisherigen Praxis für jene Unternehmen dar, die an der New York Stock Exchange (NYSE) gelistet sind. Deren Regelwerk betreffend die Corporate Governance zweitgelisteter Unternehmen schreibt lediglich vor, signifikante Unterschiede der Corporate Governance Vorschriften der Heimatbörse zu den Corporate Governance Regelungen der NYSE offen zu legen.¹⁵

2.2.1 Das Sarbanes Oxley Act

Tabelle 1 gibt einen Überblick über die verschiedenen Kapitel des SOX. Die einzelnen Hauptkapitel des SOX sind ferner in einzelne Sections unterteilt. Der Fokus der Öffentlichkeit im Hinblick auf SOX liegt insbesondere auf

¹³Vgl. Witt (2003), S. 122.

¹⁴Vgl. Böcking (2003), S. 255. Auf diesen Aspekt werden wir in Abschnitt 3.1 genauer eingehen.

¹⁵Vgl. Final NYSE Corporate Governance Rules Abschnitt 11.

der Section 404. Section 404 schreibt den Unternehmen vor, ihr internes Kontrollsystem der Finanzberichterstattung detailliert zu dokumentieren und dessen Funktionsfähigkeit intern zu prüfen. Auf Basis dieser Prüfung ist dem Jahresbericht ein Bericht des Managements über das interne Kontrollsystem der Finanzberichterstattung beizufügen.¹⁶

Tabelle 1: Überblick über die Hauptkapitel von SOX

Kapitel	Inhalt
I	Public Company Accounting Oversight Board
II	Auditor Independence
III	Corporate Responsibility
IV	Enhanced Financial Disclosures
V	Analyst Conflicts of Interests
VI	Commission Resources and Authorities
VII	Studies and Reports
VIII	Corporate and Criminal Fraud Accountability
IX	White-Collar Crime Penalty Enhancements
X	Corporate Tax Returns
XI	Corporate Fraud Accountability

Die Funktionsfähigkeit des internen Kontrollsystems der Finanzberichterstattung ist durch den Abschlussprüfer zu testieren. Im Fall der Feststellung einer Significant Deficiency oder Material Weakness ist dies sowohl dem Management als auch dem Audit Committee schriftlich zu melden.¹⁷ Eine Significant Deficiency bzw. Material Weakness ist laut PCAOB dann gegeben, wenn eine gewisse Wahrscheinlichkeit besteht, dass die Kontrollschwäche zu einem falsch gemeldeten Betrag in der Finanzberichterstattung führen kann, der nicht als belanglos einzustufen bzw. in eine wesentliche Falschmeldung münden kann.¹⁸

¹⁶Vgl. im Detail die Final Rule der SEC zu Section 404.

¹⁷Vgl. Menzies (2004), S. 105/106.

¹⁸Vgl. PCAOB (2004), S. 20-21.

Die SEC hat für Foreign Private Issuers jedoch den Entsprechenstermin in Bezug auf Section 404 auf Geschäftsjahre, die am 15. Juli 2006 oder später enden, verschoben. Als Begründung wird unter anderem angeführt, dass eine große Anzahl der ausländischen Emittenten aus der EU stammt und diese bereits mit der IFRS-Einführung für kapitalmarktorientierte Unternehmen belastet seien.¹⁹

Section 302 bezieht sich auf Disclosure Controls and Procedures, also Kontrollen und Verfahren zur Offenlegung. Durch die Einrichtung dieser Kontrollen und Verfahren soll die Ordnungsmäßigkeit der veröffentlichungspflichtigen Informationen sichergestellt werden. Section 302 umfasst sowohl finanzielle als auch nicht finanzielle Informationen. Gemäß Section 906 SOX haben der CEO und der CFO der Gesellschaft eidesstattliche Erklärungen abzugeben, in denen sie bestätigen, dass die finanzielle Lage des Unternehmens korrekt dargestellt und die zu veröffentlichenden Berichte einer kritischen Prüfung unterzogen wurden.²⁰ Ebenfalls müssen sie bestätigen, dass die notwendigen Verfahren und Kontrollen zur Offenlegung eingerichtet wurden. Section 906 sanktioniert Falschangaben in dieser Erklärung mit Geldstrafen von 1 Mio. US\$ und/oder einer Haftstrafe von bis zu zehn Jahren. Bei Vorsatz erhöht sich das Strafmaß auf 5 Mio. US\$ und/oder 20 Jahre Freiheitsstrafe.

Ausländische Unternehmen haben einen Internal Control Report unter dem Formblatt F-20 bei der SEC einzureichen. Hierin hat das Management zu erklären, dass es für die Einrichtung und Unterhaltung von Financial

¹⁹Vgl. SEC (2005).

²⁰Vgl. hierzu detailliert Gruson/Kubicek (2003), S. 393-395.

Controls verantwortlich zeichnet. Ebenfalls ist die Funktionsfähigkeit der internen Kontrollen zu bestätigen, Material Weaknesses sind darzulegen.²¹

Ge/McVay (2005) analysierten eine Stichprobe von 261 US-Unternehmen, die im Zeitraum 08/2002 – 11/2004 insgesamt 493 Schwächen in ihrem internen Kontrollsystem offengelegt haben. Die größte Anzahl dieser Kontrollschwächen war mit der Umsatzrealisierung (Revenue Recognition), Kontenabstimmung (Account Reconciliation), der Funktionstrennung (Segregation of Duties), dem Jahresabschlussprozess an sich (Year-end Closing), Abgrenzungsbuchungen (Accrual Accounts), der Rechnungslegung für derivative Finanzinstrumente (Derivative Accounting) sowie mit der Bilanzierung von Ertragssteuern (Income Taxes) verbunden. Augenscheinlich sind die Kontrollschwächen positiv mit der inhärenten Komplexität der Abschlusspositionen verbunden. Ge/McVay (2005) ziehen ebenfalls den Schluss, dass der Komplexitätsgrad der Organisation gemessen an der Anzahl der Berichtssegmente sowie die Notwendigkeit etwaiger Fremdwährungsumrechnungen ebenfalls Einfluss auf die Offenlegung von Kontrollschwächen hat. Erfahrung gemessen am Alter des Unternehmens und Firmengröße sowie Profitabilität senken die Wahrscheinlichkeit, eine Kontrollschwäche offen zu legen.

2.2.2 Corporate Governance in Deutschland

In Deutschland kann die Entwicklung der Corporate Governance im Hinblick auf Risikomanagement und Offenlegung anhand der folgenden Tabelle 2 nachvollzogen werden.

Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (Kon-

²¹Vgl. Gruson/Kubicek (2003), S. 398.

Tabelle 2: Transparenz in der Deutschen Corporate Governance

	KonTraG	TransPuG	Bericht der Cromme Commission	BilReG
Jahr des In- Kraft-Tretens	1998	2002	2003	2004
Prinzip	Gesetz	Gesetz	Kodex	Gesetz

TraG) ist ein Meilenstein in der Hinsicht, dass es das deutsche Corporate Governance System dahingehend modifiziert hat, dass die Verantwortlichkeit von Vorstand und Aufsichtsrat erweitert wurden.²² Ebenfalls wurde für Aktiengesellschaften in § 91 Abs. 2 AktG die Einrichtung eines Risikofrüherkennungssystems durch den Vorstand vorgeschrieben, welches bestandsgefährdende Risiken identifizieren soll. Hiermit sind sowohl Einzelrisiken, als auch Risiken, die kumuliert den Unternehmensbestand gefährden können, gemeint.²³ Das Überwachungssystem erstreckt sich hierbei auf alle Unternehmensbereiche und nicht ausschließlich auf die finanziellen Risiken.²⁴ Das System ist durch den Abschlussprüfer zu testen. Nach Theisen (2003) hat der Vorstand somit für ein angemessenes Risikomanagement und eine angemessene interne Revision Sorge zu tragen. Er hat durch die Implementierung eines umfassenden Systems sämtliche Geschäftsvorfälle zu erfassen und das Risikopotential im Hinblick auf bestandsgefährdende Risiken zu beurteilen.²⁵ Das interne Kontrollsystem wird also als Subsystem in das Risikomanagementsystem eingebunden sein.²⁶

Bislang waren Bezüge der Lageberichterstattung eingefügt durch das

²²Vgl. Gruson/Kubicek (2003), S. 399.

²³Vgl. Grewe (2000), S. 1371.

²⁴Vgl. Grewe (2000), S. 1373.

²⁵Vgl. Theisen (2003), S. 1427.

²⁶Vgl. van den Brink/Romeike (2004), S. 8.

KonTraG zum Risikomanagement in § 289 Abs. 2 Nr. 2 HGB und § 315 Abs. 1 und Abs. 2 für den Konzernlagebericht zu finden. Es sollte auf die voraussichtliche Entwicklung und die Risiken der künftigen Entwicklung der Kapitalgesellschaft eingegangen werden. Der Begriff Risiken der zukünftigen Entwicklung ist jedoch nicht hinreichend konkretisiert. Auch die Verabschiedung von DRS 5 durch den Deutschen Standardisierungsrat für Rechnungslegung (DSR) und die Anleitungen zur Erstellung von Risikoberichten sind eher allgemein gehalten. Unternehmen haben mithin einen großen Spielraum hinsichtlich der zu berichtenden Risiken.²⁷ Das Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG) erweitert die Lageberichtserstattung dahingehend, dass finanzielle Leistungsindikatoren im Rahmen der Analyse der Geschäftstätigkeit und der Lage der Gesellschaft einzubeziehen sind. Ebenfalls ist die voraussichtliche Entwicklung mit ihren Chancen und Risiken zu beurteilen und zu erläutern. Risikomanagementziele und -methoden einschließlich der Methoden zur Absicherung aller wichtigen Arten von Transaktionen sind offen zu legen. Dies betrifft das Risikomanagement im Rahmen von Sicherungsgeschäften sowie die Preisänderungs-, Ausfall- und Liquiditätsrisiken sowie die Risiken aus Zahlungsstromschwankungen jeweils in Bezug auf die Verwendung von Finanzinstrumenten durch die Gesellschaft, sofern dies für die Beurteilung der Lage oder der voraussichtlichen Entwicklung von Belang ist.²⁸

Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK), eingeführt durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) in § 161 AktG, basiert auf dem Prinzip der adversen Publizität. Im Hinblick auf das Risikomanagement

²⁷Vgl. ausführlich Fischer/Vielmeyer (2004), S. 460.

²⁸Vgl. § 289 I HGB Bundesgesetzblatt 2004 I Nr. 65. Der Begriff des Risikos wird jedoch nicht weiter konkretisiert.

wird die Einrichtung eines Prüfungsausschusses innerhalb des Aufsichtsrats gefordert. Dieser soll sich insbesondere mit Fragen der Rechnungslegung, des Risikomanagements und der Abschlussprüfung beschäftigen. Die neueste Kodexfassung vom 20. Juli 2005 schreibt jetzt vor, dass ein Financial Expert dem Prüfungsausschuss angehören soll (vgl. DCGK 5.3.2. Satz 2 n.F.). Hier scheint Section 407 SOX Pate gestanden zu haben, der ebenfalls vorschlägt, dass dem Audit Committee ein Financial Expert angehören sollte. Dennoch ist ein Prüfungsausschuss, der nach deutschem Aktienrecht und DCGK implementiert wurde, nur bedingt mit einem Audit Committee im amerikanischen One Tier System vergleichbar, fehlt hier doch die Trennung von Geschäftsführung und deren Überwachung.²⁹

2.2.3 Vergleichende Betrachtung

Zwar bezieht sich das nach Section 404 einzurichtende Kontrollsystem auf das interne Kontrollsystem der Finanzberichterstattung und das nach dem AktG einzurichtende Überwachungssystem auf bestandsgefährdende Risiken, jedoch könnten beide Systeme im Zuge eines integrierten Risikomanagements miteinander verknüpft werden.³⁰ Es stellt sich mithin die Frage, inwieweit deutsche cross gelistete Unternehmen bei der Einführung von Section 404 SOX auf ein bereits bestehendes (Sub-)System zurückgreifen können. Gruson/Kubicek (2003b) sind der Auffassung, dass die Anforderungen der Section 404 SOX durch die §§ 91 AktG, 317 Abs. 4 und 321 Abs. 4 HGB erfasst werden.

Section 302 SOX bezieht sich allgemein auf alle wesentlichen Informationen,

²⁹Vgl. für einen umfassenden Überblick zur ökonomischen Analyse des Prüfungsausschusses, Böcking (2004), S. 417-440.

³⁰Vgl. van den Brink/Romeike (2005), S. 8.

das KonTraG stellt lediglich auf bestandsgefährdende Risiken ab. Die Veröffentlichungspflicht entsprechend Section 302 SOX ist also wesentlich weiter gefasst.³¹ Die Einrichtung eines Publizitätskontrollgremiums durch den Vorstand ist allerdings gem. § 76 Abs. 1 AktG eine zulässige Maßnahme der Geschäftsführung.³²

Die Bildung eines Prüfungsausschusses steht im Einklang mit § 107 Abs. 3 AktG, wonach der Aufsichtsrat Ausschüsse bilden kann. Nach DCGK 5.3.2 soll ein Prüfungsausschuss eingerichtet werden. Hinsichtlich der von Section 301 SOX geforderten Unabhängigkeit der Mitglieder des Audit Committees stellt sich die Frage, ob nach dem Mitbestimmungsgesetz entsandte Arbeitnehmervertreter als unabhängig zu betrachten sind, da sie ja Angestellte des Unternehmens bleiben. Die Unabhängigkeit wurde jedoch von der SEC bejaht (Rule 10 A-3 (b) (iv) C zum Exchange Act). Altersbezüge für ehemalige Vorstandsvorsitzende, die nicht im Zusammenhang mit der Tätigkeit im Audit Committee stehen, beeinträchtigen nach den Regelung der SEC ebenfalls nicht die Unabhängigkeit (Rule 10 A-3 (b) (1) (ii) (A) zum Exchange Act). Hinsichtlich der Bestellung und Auftragserteilung an den Wirtschaftsprüfer ist festzuhalten, dass zwar gem. Section 301 SOX hierfür das Audit Committee verantwortlich ist, es jedoch nach Auffassung der SEC keine Verletzung von SOX darstellt, wenn das Recht des Heimatlandes des Emittenten vorschreibt, dass die Wahl des Abschlussprüfers durch die Hauptversammlung erfolgt.³³ Die Beaufsichtigung der Wirtschaftsprüfer obliegt gem. Section 301 SOX dem Audit Committee, dies steht nicht im

³¹Vgl. Färber/Wagner (2005), S. 156 sowie Menzies (2004), S. 39.

³²Vgl. Gruson/Kubicek (2003), S. 395.

³³Vgl. hierzu ausführlich Gruson/Kubicek (2003a), S. 346/347 mit weiteren Quellenangaben.

Widerspruch zum deutschen Recht.³⁴

Im Hinblick auf die Lösung von Meinungsverschiedenheiten mit dem Wirtschaftsprüfer geht nach Gruson/Kubicek das deutsche Recht über die Anforderungen von SOX hinaus. Meinungsverschiedenheiten zwischen Gesellschaft und Wirtschaftsprüfer werden in Deutschland letztendlich durch das zuständige Landgericht und nicht durch den Prüfungsausschuss beigelegt.³⁵ Hinsichtlich des Whistleblower Prozesses gem. Section 806 SOX,³⁶ enthält das deutsche Aktienrecht keine Regelungen, können jedoch unter die Überwachung der Geschäftsführung gem. § 111 Abs. 1 AktG gefasst werden.³⁷

2.3 Aufbau der empirischen Untersuchung

Befragt wurden jene deutschen Unternehmen, die zum Zeitpunkt der Befragung (Mitte 2005) an einer US-Börse gelistet sind. Von den 18 befragten Unternehmen antworteten 16, dies entspricht einer Quote von 88,9 %. Von den in den USA gelisteten Unternehmen sind 16 an der NYSE und zwei an der NASDAQ gelistet. Tabelle 3 gibt eine Übersicht über die gelisteten Unternehmen und deren Branche.

Die Befragung erfolgte im Zeitraum Juni/Juli 2005 mittels eines schriftlichen Fragebogens. Die Versendung wurde durch das Deutsche Aktieninstitut durchgeführt. Adressat war das jeweilige für das Ressort *Finanzen* zuständige

³⁴Vgl. Gruson/Kubicek (2003a), S. 347.

³⁵Vgl. Gruson/Kubicek (2003a), S. 348.

³⁶Der Whistleblower Prozess soll sicherstellen, dass Mitarbeiter, die Hinweise auf dolose Handlungen und Verletzungen von Buchführungsregeln geben, besonders geschützt werden. Insbesondere genießen diese Mitarbeiter Kündigungsschutz im Hinblick auf die von ihnen gegebenen Informationen. Siehe hierzu Section 806 SOX.

³⁷Vgl. Gruson/Kubicek (2003a), S. 348-349 mit weiteren Erläuterungen im Hinblick auf AktG und DCGK.

Vorstandsmitglied. Vor Versendung wurde der Fragebogen in umfangreichen Pre-Tests eingesetzt, um Ungenauigkeiten auszuräumen.

Der Fragebogen wurde so aufgebaut, dass im ersten Teil Fragen zur Angemessenheit und Konkretisierung der Vorschriften zu Risikomanagement und -berichterstattung im System der deutschen Corporate Governance erstellt werden. Teil zwei beinhaltet Fragen zu Risikomanagement und -berichterstattung im Rahmen der SOX Gesetzgebung. Hierbei wird zum einen auf Risikomanagement und -berichterstattung eingegangen sowie auf die Wahrnehmung der Unternehmen im Hinblick auf die Verknüpfung von Risikomanagementsystem und internem Kontrollsystem abgestellt. Ebenfalls werden organisatorische Fragen zum Prüfungsausschuss und der Einrichtung eines Disclosure Committees gestellt. Abschließend wird auf die Notwendigkeit der Verschiebung der Entsprechung mit Section 404 SOX für Foreign Private Issuer durch die SEC eingegangen.

In Teil drei werden Fragen zu etwaigen Überschneidungen zwischen deutscher und amerikanischer Corporate Governance gestellt, hierbei wird Bezug genommen auf die Ausführungen unter Abschnitt 2.2.2 hinsichtlich der Verknüpfung der Systeme Risikomanagement und internem Kontrollsystem. Teil drei des Fragebogens gibt Aufschluss über die Kostentreiber im Rahmen der Entsprechung mit SOX. Der vierte Teil beschäftigt sich mit Fragen zum Projektmanagement der Implementierung von SOX, insbesondere mit den bereits angefallenen Kosten und den geschätzten noch entstehenden Kosten. Letztendlich werden in Teil vier Fragen zu Kosten-Nutzen Aspekten von SOX gestellt. Der letzte Teil des Fragebogens ist wieder direkt mit der Frage der Attraktivität des U.S.-Kapitalmarktes und dem Nutzen eines Zweitlistings in

Tabelle 3: Deutsche Emittenten in den USA

Unternehmen	Industriebranche	Datum des Erstlistings
Aixtron AG	Halbleiter	11.03.2005
Allianz AG	Finanzdienstleistungen	03.11.2000
Altana AG	Chemie	22.05.2002
BASF AG	Chemie	06.07.2000
Bayer AG	Spezialchemie	24.01.2002
DaimlerChrysler AG	Automobilindustrie	26.10.1998
Deutsche Bank AG	Finanzdienstleistungen	03.10.2001
Deutsche Telekom AG	Telekommunikation	18.11.1996
E.ON AG	Versorgungswirtschaft	08.10.1997
Epcos AG	Elektronik	15.10.1999
Fresenius Medical Care AG	Gesundheitswesen	17.09.1996
GPC Biotech AG	Biotechnologie	30.06.2004
Infineon Technologies AG	Halbleiter	13.03.2000
Pfeiffer Vacuum Techn. AG	Maschinenbau	16.07.1996
SAP AG	Software	03.08.1998
Schering AG	Pharmazie	12.10.2000
SGL Carbon AG	Maschinenbau	05.06.1996
Siemens AG	Elektronik	12.03.2001

Bis auf Aixtron AG und GPC Biotech AG, die an der NASDAQ gelistet sind, sind alle anderen Unternehmen mind. an der NYSE gelistet.

Quelle: NYSE (30. Juni 2005).³⁸

den USA verbunden. Der Fragebogen ist als Anlage I dieser Studie beigefügt.

2.3.1 Risikomanagement und -berichterstattung in der deutschen Corporate Governance

Ein Fokus liegt insbesondere auf der Wahrnehmung, der Präzisierung und der Angemessenheit der bestehenden deutschen Vorschriften zu Risikomanagement und Offenlegung. Wie zuvor ausgeführt, bestehen zwar entsprechende gesetzliche Regelungen, diese weisen jedoch nur einen geringen Detaillierungsgrad auf. So kommt eine Studie von Fischer/Vielmeyer (2004) zur risikoorientierten Unternehmenspublizität für die Geschäftsberichte der DAX 100 Unternehmen für die Geschäftsjahre 1999 bis 2002 zu dem Ergebnis, dass die Risikoberichterstattung maßgeblich durch die Zugehörigkeit zu einem Börsenindex (DAX-30 oder MDAX) determiniert wird. Ferner wurden die Anforderungen des DRS 5 nur teilweise umgesetzt, da zumeist

unpräzise und nicht verifizierbare Informationen publiziert wurden.

Die Fragen zu Risikomanagement und Offenlegung sind insbesondere vor dem Hintergrund einer geplanten Neufassung der 4. und 7. EU-Richtlinie bezüglich Risikomanagement und Berichterstattung zum internen Kontrollsystem relevant. Der Vorschlag der EU-Kommission sieht eine Beschreibung des internen Kontroll- und Risikomanagementsystems des Unternehmens im Lagebericht vor. Das EU-Parlament hingegen sieht diese Notwendigkeit momentan nicht. Es bleibt somit abzuwarten, wie die Richtlinienänderung letztendlich ausfällt.³⁹

Die Vorschriften zur Einrichtung eines Überwachungssystems werden von 81,3 % der Unternehmen als ausreichend angesehen. Hingegen sehen nur 68,8 % die bestehenden Vorschriften als hinreichend konkret an.

Die Vorschriften zur externen Risikoberichterstattung werden ebenfalls von 81,3 % der antwortenden Unternehmen als ausreichend angesehen. Für 62,5 % der Unternehmen sind sie auch hinreichend konkret formuliert. Lediglich 12,5 % der befragten Unternehmen vertreten jedoch die Ansicht, dass die Vorschriften des DCGK zum Prüfungsausschuss und Risikomanagement verpflichtend sein sollten.

Insgesamt werden die deutschen Vorschriften zu Risikomanagement und -berichterstattung von der Mehrheit der Unternehmen als ausreichend und hinreichend konkret angesehen. Das System der deutschen Corporate Governance wird aus Unternehmenssicht mithin als adäquat erachtet.

³⁹Vgl. Europäisches Parlament (2005).

2.3.2 Risikomanagement und -berichterstattung im Rahmen des SOX

Für 68,8 % der Unternehmen hat sich das Risikomanagement durch die Einführung von SOX sowohl erweitert, als auch verändert. Die Erweiterungen beziehen sich hierbei schwerpunktmäßig auf die ausführliche Implementierung und Dokumentation der Kontrollen für die Finanzberichterstattung. Hierbei wurde auf dem COSO⁴⁰ Rahmenwerk aufgesetzt. Andere Modelle für das interne Kontrollsystem der Finanzberichterstattung wie etwa Guidance on Assessing Control des kanadischen Instituts der Chartered Accountants oder der Turnbull Report des Instituts der Chartered Accountants in England und Wales wurden nicht genannt. Besonders herausgestellt wurde von acht Unternehmen die umfassende Dokumentation. Ebenfalls wurde die Verknüpfung von Risikomanagement und dem internen Kontrollsystem von sieben Unternehmen hervorgehoben. Veränderungen ergaben sich in organisatorischer Hinsicht. So wurden von drei Unternehmen neue Abteilungen wie etwa Global Risk Management eingerichtet.

Im Hinblick auf Erweiterungen bzw. Veränderungen der Risikoberichterstattung gaben 50,0 % der Unternehmen an, dass sich dieser erweitert bzw. verändert hat. Hierbei wurde keine Ausstrahlungswirkung auf den handelsrechtlichen Lagebericht festgestellt. Die Erweiterungen und Veränderungen schlagen sich schwerpunktmäßig im US Reporting der Unternehmen (Form

⁴⁰COSO steht für das "Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission" (COSO 1992). Ursprünglich in 1985 gegründet als Initiative der Wirtschaftsverbände in den USA mit dem Ziel die National Commission on Fraudulent Financial Reporting dahingehend zu unterstützen, dass die Ursachen für Bilanzbetrug (Fraudulent Financial Reporting) erforscht wurden und entsprechende Empfehlungen zur Vermeidung von Bilanzbetrug an die Aufsichtsbehörden (etwa die SEC), die Wirtschaftsprüfer und zu geben. Der Chairman der National Commission war James C. Treadway, ein früherer Commissioner der SEC.

F-20) sowie der Zertifizierung durch CEO und CFO gem. Section 302 SOX nieder. Dementsprechend hat sich die interne Risikoberichterstattung der Unternehmen augenscheinlich dahingehend verändert, dass die Beurteilung der Wirksamkeit des internen Kontrollsystems der Finanzberichterstattung in das Management Reporting für CEO und CFO einbezogen wurde. Dies gaben sechs Unternehmen als Kommentar an (37,5 %).

Die SOX Gesetzgebung bezieht sich schwerpunktmäßig auf das interne Kontrollsystem der Finanzberichterstattung und nicht allgemein auf das Risikomanagement. Wie jedoch unter Abschnitt 2.2.3 ausgeführt, sind beide Systeme zu einem gewissen Grade miteinander verknüpft und interdependent. 43,8 % der Unternehmen geben an, dass die Fokussierung der Section 404 SOX durchaus geeignet ist, dem Kapitalmarkt Defizite beim Risikomanagement aufzuzeigen. Im Hinblick auf das interne Risikomanagement der Unternehmen ergeben sich für 62,5 % Auswirkungen durch die Implementierung von Section 302 und 404 SOX. Hingegen wird die Risikoberichterstattung nur bei 37,5 % der Unternehmen durch die Implementierung von Section 302 und 404 beeinflusst. Die Wirkungen von SOX erscheinen aus Unternehmenssicht somit primär nach innen gerichtet. Wie schon zuvor ausgeführt scheint im Rahmen der Risikoberichterstattung hauptsächlich das interne Management-Reporting betroffen zu sein.

Das von der SEC präferierte COSO Rahmenwerk stellt aus Sicht von 87,5 % der Unternehmen eine adäquate Verknüpfung zum Risikomanagement dar. Diese Verknüpfung von Risikomanagement und internem Kontrollsystem wurde im Rahmen des COSO Rahmenwerks durch die Ausarbeitung und Fortentwicklung von COSO 2 Enterprise Risk Management noch einmal

explizit herausgestellt. 56,3 % der Unternehmen gaben an, dass die Implementierung von Section 404 SOX in das Enterprise Risk Management der Gesellschaft eingebunden ist. Hierdurch wird noch einmal die Interdependenz der beiden Systeme Risikomanagement und internes Kontrollsystem deutlich. Hierin liegt auch ein potentieller Nutzen von SOX, haben doch die Unternehmen die beide Systeme miteinander verknüpfen, die Validierung der in das Risikomanagement einfließenden Zahlenwerke der Finanzbuchhaltung sichergestellt.

In allen befragten Unternehmen ist im Prüfungsausschuss ein Financial Expert – wie von Section 407 SOX gefordert – vertreten. Diese Unternehmen können hiervon auch im Zuge der Kodexrevision von Ziffer 5.3.2 Satz 2 DCGK vom 02.06.2005 profitieren, wird hier doch ebenfalls gefordert, dass ein Financial Expert Mitglied des Prüfungsausschusses sein soll.⁴¹ Wie unter Abschnitt 2.2.2 ausgeführt, ist ein Prüfungsausschuss im deutschen Two Tier System nur bedingt mit einem Audit Committee im amerikanischen One Tier System zu vergleichen. Jedoch kommt dem Audit Committee im Rahmen von Section 301 SOX eine besondere Bedeutung zu, die schon unter Abschnitt 2.2.2 ausgeführt wurde. Um den Anforderungen von SOX zu genügen, wurde insbesondere auf die Unabhängigkeit der Mitglieder des Prüfungsausschusses unter Beachtung der Sonderregelungen für ausländische Gesellschaften abgestellt. Dieses wurde von vier Unternehmen genannt.

Die Implementierung eines Whistleblowerprozesses wurde von drei Unternehmen genannt. Zwei Unternehmen gaben an, dass der Prüfungsausschuss

⁴¹Vetter (2005), S. 1699 schlägt vor, den Anforderungskatalog für die Qualifikation des Financial Expert gem. Section 407 SOX auch für Ziffer DCGK 5.3.2 Satz 2 n.F. heranzuziehen.

in organisatorischer Hinsicht keine Änderung erfahren hat und den Anforderungen genügt. Jedoch wurde in einem Unternehmen das Aufgabenspektrum des Prüfungsausschusses erweitert. Die Implementierung eines Prozess zur Vergabe von Prüfungsdienstleistungen und sonstigen durch Wirtschaftsprüfer angebotenen Leistungen durch den Prüfungsausschuss wurde von drei Unternehmen genannt.

Die Einrichtung eines Disclosure Committees wurde von 81,3 % der Unternehmen bejaht. Zielsetzung eines Disclosure Committees ist die Erfüllung der Vorgaben von Section 302 SOX. Ihm kommt die Aufgabe zu, sicherzustellen, dass alle offenzulegenden Informationen korrekt und zeitnah veröffentlicht werden.⁴²

Die von der SEC beschlossene Verschiebung des Entsprechenstermins der Section 404 SOX für Foreign Private Issuer auf Geschäftsjahre, die am 15. Juli 2006 oder später enden, wird von 50,0 % der Unternehmen als notwendig erachtet, um den gestellten Anforderungen gerecht zu werden. 43,8 % der Unternehmen geben an, dass sie es trotz Verschiebung schon heute als vorteilhaft erachten, diesen in der Wahrnehmung der Öffentlichkeit als streng erachteten Vorschriften zu unterliegen.

2.3.3 Überschneidungen zwischen deutscher und amerikanischer Corporate Governance

Wie unter Abschnitt 2.2.2 ausgeführt, stellt das nach dem KonTraG einzurichtende Überwachungssystem auf bestandsgefährdende Risiken

⁴²Vgl. Vater (2004), S. 474-476 zu den grundlegenden Aufgaben eines Disclosure Committees.

ab, das nach Section 404 SOX geforderte interne Kontrollsystem auf die Finanzberichterstattung. Beide Systeme beinhalten aus unserer Sicht bis zu einem gewissen Ausmaß jedoch komplementäre Elemente.⁴³ Die Kosten der Implementierung des internen Kontrollsystems entsprechend SOX 404 werden also in nicht unerheblichem Maße dadurch determiniert, inwieweit auf bereits bestehenden Kontroll- oder Überwachungssystemen aufgebaut werden kann. 75,0 % der Unternehmen gaben jedoch an, dass das nach dem KonTraG einzurichtende Überwachungssystem keine adäquate Ausgangsbasis zur Implementierung von Section 404 SOX ist. Jedoch sehen 62,5 % der Unternehmen Überschneidungen zwischen beiden Systemen. Allerdings können nur 37,5 % der Unternehmen Synergien zwischen beiden Systemen nutzen. Diese Unternehmen sehen sich auch prinzipiell in der Lage, Erkenntnisse, die im Rahmen der Implementierung von SOX 404 gewonnen werden, in der Lageberichterstattung zu verwenden. Je geringer die Überschneidungen zwischen beiden Systemen sind, umso geringer sind die zu generierenden Synergien und umso höher sind die anfallenden Kosten.

Wie zuvor ausgeführt ist ein Prüfungsausschuss des deutschen Two Tier Systems nicht gleichzusetzen mit einem Audit Committee im One Tier System. Interessanterweise sehen jedoch 81,3 % der Unternehmen einen Prüfungsausschuss der entsprechend nach deutschem Aktienrecht und DCGK eingerichtet wurde prinzipiell in der Lage, die Aufgaben eines Audit Committees im Sinne von SOX zu übernehmen.

⁴³So auch Lanfermann/Maul (2002), S. 1727.

2.3.4 Projektmanagement der Implementierung des SOX

Im Rahmen der Diskussion der Entsprechung mit SOX stehen insbesondere die Kosten, die den betroffenen Unternehmen entstehen, im Vordergrund. Diese sind wiederum eine Funktion der auszuführenden Dokumentations-, Kontroll- und Testarbeiten. Von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young wurde die Kostenbelastung amerikanischer Unternehmen im Rahmen von Umfragen erhoben. Ernst & Young hat die Unternehmen zu drei verschiedenen Zeitpunkten befragt und zwar im Dezember 2003, Mai 2004 und September 2004. Wurde in der ersten Umfrage für Unternehmen mit weniger als 1 Mrd. US\$ Umsatz mit rund 8.000 Stunden Arbeitsaufwand gerechnet, und bei Unternehmen mit mehr als 20 Mrd. US\$ Umsatz mit 80.000 Stunden,⁴⁴ so hat sich diese Einschätzung im Zeitablauf signifikant geändert. In der Umfrage im September 2004 erwarteten nahezu 30 % der Unternehmen zu diesem Zeitpunkt einen Anstieg von mehr als 50 % zu ihrer ursprünglichen Einschätzung. 50 % der Unternehmen mit Umsätzen von mehr als 20 Mrd. US\$ erwarteten mehr als 100.000 Stunden aufzuwenden.⁴⁵

Um die Kosten für die deutschen Emittenten in den USA abzuschätzen, wurden drei Kostenkategorien gebildet. Diese Kategorien wurden mit gering (bis 2,5 Mio. EUR), mittel (2,5 Mio. bis 5 Mio. EUR) und als hoch (mehr als 5 Mio. EUR) bezeichnet. Korrespondierend wurde das von den Unternehmen zu erbringende Stundenvolumen als gering (weniger als 25.000 Stunden), mittel (mehr als 25.000 Stunden und weniger als 50.000 Stunden) und als hoch (mehr als 50.000 Stunden) bezeichnet. Erfragt wurden die zum Zeitpunkt der Befragung bereits angefallenen Kosten sowie die geschätzten

⁴⁴Vgl. Ernst & Young (2003), S. 3.

⁴⁵Vgl. Ernst & Young (2004), S. 5.

noch anfallenden Kosten für die erstmalige Entsprechung mit SOX 404.

Tabelle 4 gibt Aufschluss über die Kosten und Tabelle 5 über das Stundenvolumen:

Tabelle 4: Kostenvolumen Erstentsprechung SOX 404

	Bereits angefallene Kosten		Noch anfallende Kosten	
	Anzahl der Nennungen	in %	Anzahl der Nennungen	in %
Gering: bis 2,5 Mio. EUR	7	43,8 %	8	50,0 %
Mittel: 2,5 Mio. EUR bis 5 Mio. EUR	4	25,0 %	2	12,5 %
Hoch: Mehr als 5 Mio. EUR	5	31,2 %	6	37,5 %
Gesamtanzahl	16	100,0 %	16	100,0 %

Quelle: Selbsterstellt.

Ca. ein Drittel der Unternehmen hat bereits mehr als 5 Mio. EUR für die Erstentsprechung mit SOX aufgewendet bzw. erwartet noch anfallende Kosten von mehr als 5 Mill. EUR. Dies verdeutlicht die enormen Kostenbelastungen, die durch die SOX Gesetzgebung entstanden sind.

Auch das aufgewandte bzw. noch aufzuwendende Zeitvolumen erscheint beträchtlich. Mehr als die Hälfte der Unternehmen hat bzw. wird noch mehr als 25.000 Stunden aufwenden, wobei 25,0 % bereits zum Zeitpunkt der Befragung mehr als 50.000 Stunden aufgewandt haben und 31,2 % schätzen noch mehr als 50.000 Stunden aufwenden zu müssen. Bei der Angabe des Stundenvolumens ist zu beachten, dass es sowohl die Stunden der eigenen Mitarbeiter, als auch die externer Berater enthält.

Auf Unternehmensseite werden die Bereiche Rechnungswesen, interne Revision, Recht und Informationstechnologie schwerpunktmäßig als eingebundene Bereiche genannt.

Tabelle 5: Stundenvolumen Erstentsprechung SOX 404

	Bereits angefallene Stunden		Noch anfallende Stunden	
	Anzahl der Nennungen	in %	Anzahl der Nennungen	in %
Gering: bis 25.000 Stunden	8	50,0 %	7	43,8 %
Mittel: 25.001 bis 50.000 Stunden	4	25,0 %	4	25,0 %
Hoch: Mehr als 50.000 Stunden	4	25,0 %	5	31,2 %
Gesamtanzahl	16	100,0 %	16	100,0 %

Quelle: Selbsterstellt.

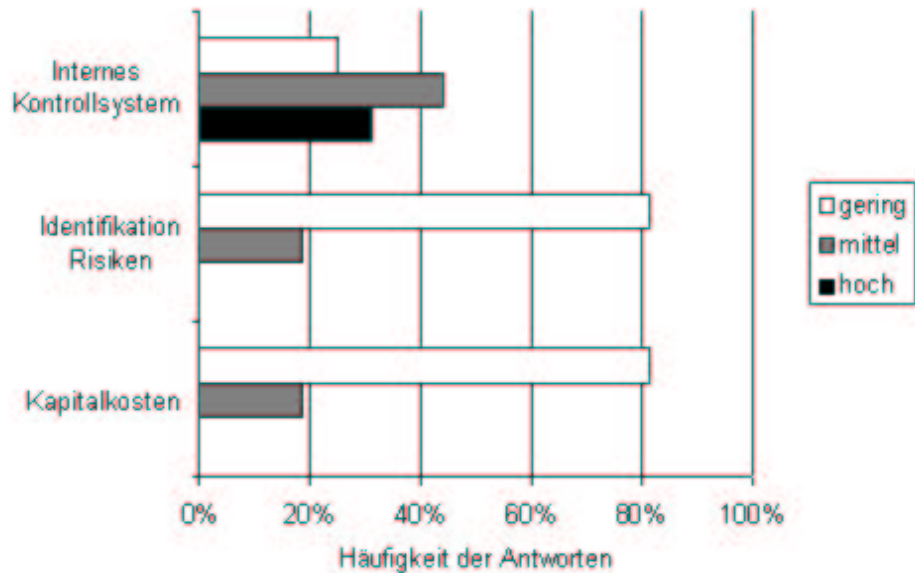
2.3.5 Kosten und Nutzen aus der Befolgung von SOX

Wie unter Abschnitt 2.3.4 ausgeführt, erwachsen den Unternehmen durch die Entsprechung mit SOX erhebliche Kosten und binden auch die Personalressourcen des Unternehmens in erheblichem Maße. Der letzte Abschnitt des Fragebogens geht auf etwaige Nutzenpotentiale ein, die sich aus der Entsprechung mit SOX ergeben können. In Abbildung 1 werden die gegebenen Antworten der Unternehmen graphisch aufbereitet.

Obwohl ein Kernstück von SOX, Section 404, explizit auf das interne Kontrollsystem der Finanzberichterstattung abstellt, sind für 25 % der Unternehmen lediglich geringe Auswirkungen auf die Verbesserung der Abläufe des internen Kontrollsystems festzustellen. 43,8 % sehen mittlere Auswirkungen und lediglich 31,2 % sehen hohe Auswirkungen. Dies überrascht umso mehr, da das primäre Anliegen der SOX Gesetzgebung gerade ist, das interne Kontrollsystem zu stärken. Ein möglicher Hauptnutzen fällt für ca. zwei Drittel der Unternehmen mittel oder gering aus.

Das Anliegen von SOX, das Vertrauen der Investoren zum einen durch die Verbesserung der Abläufe des internen Kontrollsystems der Finanzberichterstattung und zum anderen durch eine Verschärfung der Haftungsvorschriften von CEO und CFO zu erreichen, würde vermuten lassen, dass sowohl Eigen-

Abbildung 1: Auswirkungen SOX auf Unternehmensebene



Quelle: Selbsterstellt.

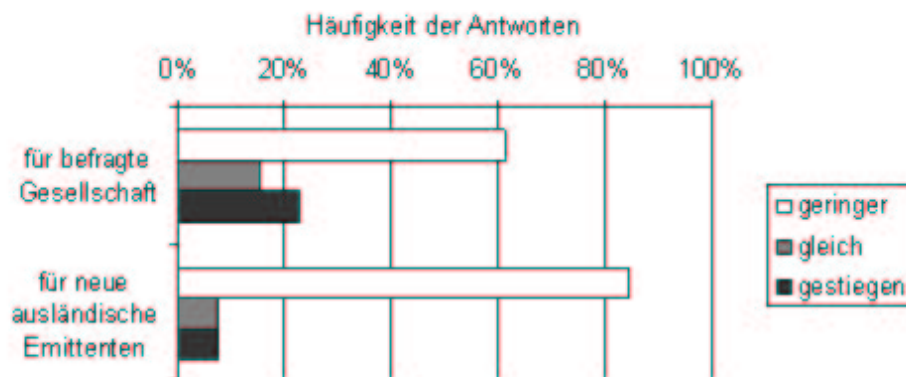
als auch Fremdkapitalgeber dies mit geringeren Kapitalkosten belohnen würden. Allerdings sieht die breite Mehrheit der Unternehmen (81,3 %) hier lediglich geringe Auswirkungen, 18,7 % sehen immerhin noch mittlere Auswirkungen.

Bestandsgefährdende Risiken werden ebenfalls nicht durch die Verstärkung der Abläufe des internen Kontrollsystems identifiziert, 81,3 % sehen auch hier lediglich geringe Auswirkungen und 18,7 % sehen mittlere Auswirkungen.

Mögliche Vorteile aus der Befolgung von SOX sind für die betroffenen Unternehmen also eher marginal. Bei den aufgeführten Kostenstrukturen hat

sich dementsprechend auch die Attraktivität des Kapitalmarktes der USA für 56,3 % verschlechtert. Die zukünftige Attraktivität des Kapitalmarktes der USA wird für potentielle neue ausländische Emittenten von 87,5 % der Unternehmen als gesunken eingestuft. Abbildung 2 verdeutlicht die gegebenen Antworten.

Abbildung 2: Attraktivität des US-Kapitalmarktes nach SOX

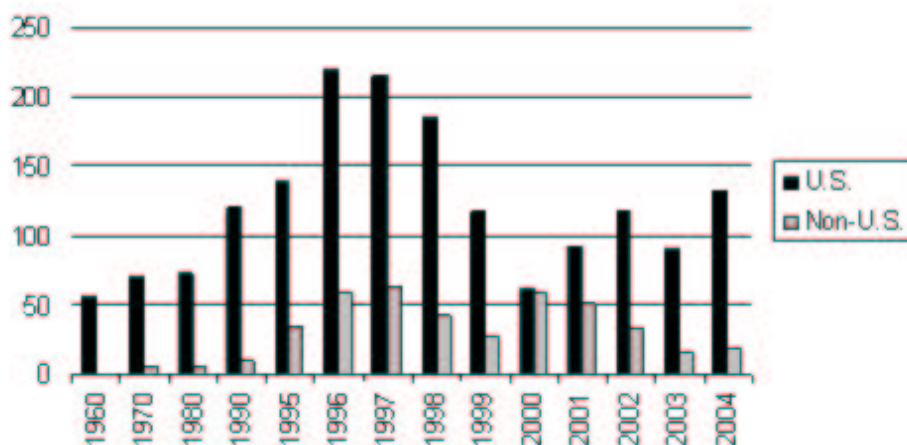


Quelle: Selbsterstellt.

Die Einschätzung der Unternehmen im Hinblick auf die Attraktivität des Kapitalmarktes der USA wird für die NYSE auch durch das Verhältnis der neuen Listungen ausländischer Emittenten zur Anzahl der Gesamtneulistungen belegt, wie die folgende Abbildung 3 verdeutlicht.

Die Abbildungen 2 und 4 zeigen, dass die Anzahl der Listungen ausländischer Emittenten seit dem Jahr 2000 fällt, während die Anzahl der U.S. Firmen, die an der NYSE gelistet sind, ansteigt. Es ist durch SOX mithin kein Bonding an die US Corporate Governance festzustellen. Bonding beschreibt

Abbildung 3: Listingaktivitäten in den USA nach Herkunft



Quelle: New York Stock Exchange (2005).

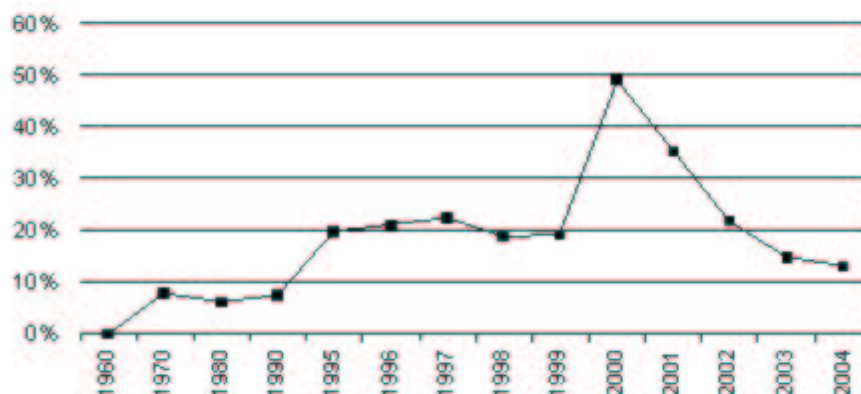
das Phänomen, dass Gesellschaften aus einer anderen Jurisdiktion sich den Regeln eines Corporate Governance Systems unterwerfen, welcher als effizienter angesehen wird.⁴⁶

Eine alternative Erklärung für die geringeren Listingaktivitäten ausländischer Emittenten besteht darin, dass durch die bereits erwähnten Bilanzskandale im Vorfeld der Verabschiedung von SOX die Reputation des U.S. Corporate Governance Systems insgesamt gesunken ist und ebenfalls die Entscheidung einer Zweitlisting in den USA negativ beeinflusst.

Insgesamt erscheint der Nutzen aus SOX in keinem ausgewogenen Verhältnis zu den Kosten zu stehen. Aus Sicht der deutschen Emittenten in den USA ist die Attraktivität des Kapitalmarktes USA jedenfalls gesunken. Dieser Effekt

⁴⁶Vgl. Wójcik/Clark/Bauer (2004), S. 2.

Abbildung 4: Anteil ausländischer neuer Listings an Gesamtlistings



Quelle: New York Stock Exchange (2005).

scheint sich generell für ausländische Unternehmen zu bestätigen. Wie gezeigt wurde ist das Verhältnis von Neulistungen ausländischer Unternehmen zu den Gesamtneulistungen an der NYSE stark gesunken. Allerdings berichtet zum Beispiel die Schweizer SBB AG von der Umsetzung von SOX auf freiwilliger Basis, jedoch zugeschnitten auf die unternehmensspezifischen Erfordernisse der SBB AG. Als Hauptnutzen wurde die Verstärkung der Corporate Governance durch die Erhöhung der Transparenz des internen Kontrollsystems angegeben.⁴⁷

2.4 Schlussbemerkung

Anhand der Ergebnisse der Umfrage wurde aus Unternehmenssicht gezeigt, dass das Risikomanagement und die Risikoberichterstattung im System der deutschen Corporate Governance ausreichend und hinreichend konkret sind. Überschneidungen zwischen dem nach KonTraG zu imple-

⁴⁷Vgl. Bigler (2004), S. 1051.

mentierenden Überwachungssystem und dem internen Kontrollsystem der Finanzberichterstattung gem. Section 404 SOX werden zwar zu einem gewissen Umfang gesehen, jedoch wird deutlich, dass für die Mehrzahl der Unternehmen das Überwachungssystem kein adäquater Ausgangspunkt für die Implementierung von SOX 404 ist. Lediglich eine Minderheit ist in der Lage, hieraus Synergien zu generieren. Allerdings wird sehr wohl der Zusammenhang zwischen Risikomanagement und internem Kontrollsystem gesehen, wobei die Auswirkungen durch SOX hier primär nach innen gerichtet erscheinen. Die entstandenen Kosten, insbesondere durch die Bindung interner und externer Personalressourcen stehen in keinem Verhältnis zu dem etwaigen Nutzen. Selbst eine hohe Auswirkung auf die Verbesserung der Abläufe des internen Kontrollsystems, einem Hauptanliegen der SOX Gesetzgebung, wird nur von einer Minderheit der Unternehmen gesehen. Die Attraktivität des Kapitalmarktes der USA scheint sowohl für bereits gelistete Unternehmen, als auch für Neulistungen durch die Verabschiedung von SOX gesunken zu sein. Diese Unattraktivität des Kapitalmarktes der USA ist direkt verknüpft mit der Diskussion um die Vorschriften zur Deregistrierung bereits gelisteter Unternehmen bei der SEC.

Es bleibt abzuwarten, ob auf europäischer Ebene mit der Neufassung der 4. und 7. Richtlinie ein ähnlicher Weg wie mit SOX in den USA beschritten wird. Sollte sich die Initiative der EU-Kommission durchsetzen, würde es zu einer Konvergenzbewegung in Richtung auf die amerikanische Corporate Governance kommen. Die im Rahmen dieser Studie ermittelten Ergebnisse lassen uns diese Initiative eher skeptisch beurteilen, zumal der Nutzen der sich aus der weitergehenden Regulierung ergibt, für die Unternehmen doch sehr gering zu sein scheint.

Anhang: Fragebogen

Sarbanes Oxley Act: Konsequenzen für Risikomanagement und -berichterstattung deutscher Emittenten

Bitte lesen Sie die folgenden Hinweise, bevor Sie den Fragebogen ausfüllen:

- Alle Daten werden anonym ausgewertet und streng vertraulich behandelt.
- Bitte füllen Sie die Fragen auch dann aus, wenn sie ähnlich erscheinen. Dies ist aus methodischen Gründen nötig. Wenn Sie die genaue Antwort nicht kennen, bitten wir Sie bewusst um Ihre subjektive Einschätzung.
- Der in dieser Studie verwendete Begriff *Risikofrüherkennungssystem* im System der deutschen Corporate Governance bezieht sich auf das nach § 91 Abs. 2 AktG einzurichtende Überwachungssystem. Der Begriff *Risikoberichterstattung* bezieht sich auf die §§ 289 Abs. 1 HGB, 315 Abs. 1 HGB sowie DRS 5.
- Der Begriff *COSO* bezieht sich auf das von dem Committee of the Sponsoring Organizations of the Treadway Commission entwickelte Rahmenkonzept zum internen Kontrollsystem (COSO - Integrated Framework).
- Die Abkürzung SOA bezeichnet den Sarbanes Oxley Act von 2002.
- Die Abkürzung KonTraG bezeichnet das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich.
- Der Fragebogen besteht insgesamt aus 20 Fragen mit 20 Unterfragen. Die geschätzte Bearbeitungszeit beträgt ca. 30 Minuten.

Für Fragen steht Ihnen XXX unter XXX zur Verfügung.

Risikomanagement und -berichterstattung im System der deutschen Corporate Governance

Antwortalternativen [Ja Nein]

1. Sind die aktuellen Vorschriften der Deutschen Corporate Governance zur Einrichtung eines Überwachungssystems (Risikofrüherkennungssystems/ Risikomanagements) a) ausreichend und b) hinreichend konkret?
2. Sind die aktuellen Vorschriften der Deutschen Corporate Governance zur externen Risikoberichterstattung a) ausreichend und b) hinreichend konkret?
3. Sollten die Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex zum a) Prüfungsausschuss und b) Risikomanagement verpflichtend ("Empfehlungen") sein?

Risikomanagement und -berichterstattung im Rahmen der Sarbanes Oxley Gesetzgebung

Antwortalternativen [Ja Nein]

4. Hat sich durch die Einführung des SOA in den USA das Risikomanagement für Ihre Gesellschaft a) erweitert bzw. b) verändert?

Wenn ja, worin bestanden die Erweiterungen bzw. Veränderungen?

5. Hat sich durch die Einführung des SOA in den USA die Risikoberichterstattung für Ihre Gesellschaft a) erweitert bzw. b) verändert?

Wenn ja, worin bestanden die Erweiterungen bzw. Veränderungen?

6. Ist die Fokussierung der Section 404 des SOA auf das interne Kontrollsystem geeignet, dem Kapitalmarkt Informationen über Defizite beim Risikomanagement aufzuzeigen?

6a Ergeben sich direkte Auswirkungen durch die künftige Implementierung der Section 404 sowie Section 302 des SOA auf die Organisation des internen Risikomanagements Ihrer Gesellschaft?

6b Ergeben sich direkte Auswirkungen durch die künftige Implementierung der Section 404 sowie Section 302 des SOA auf die Organisation der Risikoberichterstattung Ihrer Gesellschaft?

7. Ist Ihr Ansatz zur Implementierung der Section 404 des SOA in das Enterprise Risk Management (ERM) eingebunden?

8. Bildet das von der SEC präferierte COSO Rahmenwerk für den Aufbau des Internen Kontrollsystem aus Ihrer Sicht eine geeignete Verknüpfung zum Risikomanagement?
9. Ist im Prüfungsausschuss Ihres Unternehmens ein Financial Expert (z. B. Leiter Controlling, ehemaliger Buchprüfer etc.) im Sinne der Section 407 SOA vertreten?
10. Bitte skizzieren Sie kurz Maßnahmen, die Ihre Gesellschaft ergriffen hat, um den Prüfungsausschuss so einzurichten, damit er den Anforderungen des SOA genügt.
11. Die SEC hat den Entsprechenstermin hinsichtlich der Section 404 für ausländische Emittenten auf Geschäftsjahre verschoben, die am 15. Juli 2006 oder später enden. Ist es für Ihre Gesellschaft bereits heute vorteilhaft, den in der Wahrnehmung der Öffentlichkeit strengeren Anforderungen der US-amerikanischen Corporate Governance zu unterliegen?
12. Ist die von der SEC beschlossene Verschiebung aus Ihrer Sicht notwendig, um den Anforderungen gerecht werden zu können?
13. Im wirtschaftswissenschaftlichen Schrifttum zum SOA wird empfohlen, ein Disclosure Committee einzurichten. Wurde in Ihrer Gesellschaft ein Disclosure Committee eingerichtet?

Überschneidungen deutscher und amerikanischer Corporate Governance

Antwortalternativen [Ja Nein]

14. 14a Ist das nach dem KonTraG im Unternehmensbereich einzurichtende Überwachungssystem als Ausgangsbasis zur Implementierung der Section 404 SOA geeignet?
 - 14b Können die Erkenntnisse, die im Rahmen der Implementierung der Section 404 SOA gewonnen werden, für die Risikoberichterstattung im handelsrechtlichen Lagebericht verwandt werden?
 - 14c Zwar bezieht sich das Überwachungssystem des KonTraG allgemein auf bestandsgefährdende Risiken und die Section 404 allgemein auf das interne Kontrollsystem der Finanzberichterstattung. Sehen Sie dennoch Überschneidungen zwischen beiden Regelungen?
 - 14d Ergeben sich Synergien aus dem nach dem KonTraG eingerichteten Überwachungssystem und internen Kontrollsystem im Sinne der Section 404 SOA?

15. Ist ein Prüfungsausschuss, der nach den Bestimmungen von deutschem Aktienrecht und deutschem Corporate Governance Kodex eingerichtet wurde, geeignet, die Aufgaben eines Audit Committees im Sinne des SOA zu erfüllen?

Allgemeine Fragen zum Projektmanagement der Implementierung des SOA

Antwortalternativen [Ja Nein]

16. Wird die Section 404 des SOA durch ein unternehmensinternes Projektteam implementiert?

Bitte nennen Sie die eingebundenen Unternehmensbereiche:

Antwortalternativen [hoch mittel gering]

17. a Der bisher angefallene Zeitaufwand für die Befolgung des SOA ist (relativ): [Gering: bis 25.000 Stunden] [Mittel: 25.001 bis 50.000 Stunden] [Hoch: Mehr als 50.000 Stunden]

Sollte ein externer Dienstleister (z.B. eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft) in die Implementation eingebunden sein, so bitten wir Sie, dessen Stundenvolumen bei der Beantwortung zu berücksichtigen.

17b Der geschätzte noch anfallende Zeitaufwand für die erstmalige Implementierung des SOA ist (relativ): [Gering: bis 25.000 Stunden] [Mittel: 25.001 bis 50.000 Stunden] [Hoch: Mehr als 50.000 Stunden]

Sollte ein externer Dienstleister (Wirtschaftsprüfungsgesellschaft) in die Implementation eingebunden sein, so bitten wir Sie, dessen Stundenvolumen bei der Beantwortung zu berücksichtigen.

17c Der geschätzte bereits angefallene Kostenaufwand für die Befolgung des SOA ist (relativ): [Gering: bis 2,5 Mill. EUR] [Mittel: 2,5 Mill. EUR bis 5 Mill. EUR] [Hoch: Mehr als 5 Mill. EUR]

17d Der geschätzte noch anfallende Kostenaufwand für die erstmalige Implementierung des SOA ist (relativ): [Gering: bis 2,5 Mill. EUR] [Mittel: 2,5 Mill. EUR bis 5 Mill. EUR] [Hoch: Mehr als 2,5 Mill. EUR]

Fragen zum Nutzen aus der Befolgung des SOA für Ihr Unternehmen

Antwortalternativen [hoch mittel gering]

18. Die Auswirkungen die sich aus der Befolgung des SOA insbes. der Section 404 für Ihr Unternehmen ergeben, sind:
 - 18a in Bezug auf die Verbesserung der Abläufe des internen Kontrollsystems
 - 18b in Bezug auf die Identifikation möglicher bestandsgefährdender Risiken
 - 18c in Bezug auf die Kapitalkosten
19. Hat die Einführung des SOA den US-amerikanischen Kapitalmarkt Ihrer Einschätzung nach für Ihre Gesellschaft unattraktiver gemacht?
20. Hat die Einführung des SOA den US-amerikanischen Kapitalmarkt Ihrer Einschätzung nach für neue ausländische Emittenten unattraktiver gemacht?

Vielen Dank für Ihre Mitarbeit!

Literaturverzeichnis

- Alles, Michael G.; Datar, Srikant M. (2003): How do you stop the books from being cooked? A management control perspective on financial accounting standard setting and the section 404 requirements of the Sarbanes Oxley Act; Arbeitspapier Rutgers Business School/Harvard Business School, Stand: 4. Dezember 2003, SSRN-Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=494226.
- Axarlis, Christopher (2004). Financial Services Policymaking in the United States: Theoretical Foundations and Practical Implications, Deutsche Bank Research, EU-Monitor Nr. 16, July 19th, 2004, http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000176653.pdf.
- Bhattacharya, Utpal; Groznik, Peter; Haslem, Bruce (2002): Is CEO Certification of Earnings Numbers Value-Relevant?; Kelley School of Business, Indiana University, <http://ssrn.com/abstract=332621>.
- Bigler, Ernst (2004): Umsetzung von Sarbanes Oxley auf freiwilliger Basis, in: Der Schweizer Treuhänder, 78. Jg. , Heft 12/2004, S. 1051-1056.
- Böcking, Hans-Joachim; Dutzi, Andreas; Müßig, Anke (2004): Ökonomische Funktion des Prüfungsausschusses im deutschen Corporate Governance System, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 5/2004, S. 417-440.
- Böcking, Hans-Joachim (2003): Corporate Governance und Transparenz, in: von Werder, Axel; Wiedmann, Harald: Internationalisierung der Rechnungslegung und Corporate Governance, Stuttgart 2003, S. 247-277.
- Bundesgesetzblatt vom 9.12.2004, Teil I Nr. 65: Gesetz zur Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards und zur Sicherung der Qualität der Abschlussprüfung (Bilanzrechtsreformgesetz – BilReG)
- COSO (1992): Internal Control-Integrated Framework – Executive Summary. http://www.coso.org/publications/executive_summary_integrated_framework.htm.
- Ernst & Young (2003): Emerging trends in internal control, initial survey, December 2003. URL: http://www.ey.com/global/content.nsf/US/AABS_-_Assurance_-_Internal_Controls_Summaries_Library.
- Ernst & Young (2004): Emerging trends in internal control, third survey, October 2004. URL: http://www.ey.com/global/content.nsf/US/AABS_-_Assurance_-_Internal_Controls_Summaries_Library.
- Europäisches Parlament (2005): Vorschlag des Rechtsausschuss für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Abänderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG hinsichtlich der

- Jahresabschlüsse bestimmter Arten von Unternehmen und konsolidierter Abschlüsse (KOM(2004)0725 - C6 0164/2004 - 2004/0250(COD)).
http://www.europarl.eu.int/meetdocs/2004_2009/documents/pr/565/565714/565714de.pdf
- Färber, Nikolaus; Wagner, Thomas M. (2005): Adaption des internen Kontrollsystems an die Anforderungen des Sarbanes-Oxley Act, in: Controlling, 17 Jg., Heft 3/2005, S. 155-161.
- Fischer, Thomas M. und Uwe Vielmeyer. (2004): Analyse von Risk Disclosure Scores: Risikoorientierte Unternehmenspublizität der DAX 100 Unternehmen, in: Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, 4 Jg. Nr. 11, 2004, S. 459-474.
- Fischer zu Cramburg, Ralf; Hannich, Fabian und Ziegert, Nikolas (2004): Delisting und Deregistrierung deutscher Emittenten in den USA - Status Quo, Änderungsvorschläge und Ergebnisse einer Befragung US-notierter Unternehmen-, in: Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 28.
- Ge, Weili; McVay, Sarah (2005): On the disclosure of material weaknesses in Internal Control after the Sarbanes-Oxley Act, Accounting Horizons, Vol. 19(3), S. 137 -158.
- Grewe, Wolfgang. 2000. "Abschnitt P Ausgestaltung und Prüfung des Risikofrüherkennungssystems.in WP Handbuch 2000. Institut der Wirtschaftsprüfer eds. Düsseldorf: IdW Verlag, pp. 1369-1400.
- Gruson, Michael/Kubicek, Matthias (2003a): Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht (Teil I), in: Die Aktiengesellschaft, 48. Jg., Nr. 8/2003, S. 337-352.
- Gruson, Michael/Kubicek, Matthias (2003b): Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht (Teil II), in: Die Aktiengesellschaft, 48. Jg., Nr. 8/2003, S. 394-406.
- Hannich, Fabian; Heinrich, Tobias A.; Kachel, Petra; von Oppen, Matthias N. (2005): Dual Listing -Eine ökonomische und juristische Analyse der Auslandsnotierungen deutscher Unternehmen-, in: Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 30.
- Lanfermann, Georg und Maul, Silja (2002): Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts in Deutschland, in: Der Betrieb, 55. Jg. Nr. 34, S. 1725-1732.
- Menzies, Christof. (2004): Sarbanes-Oxley Act, Professionelles Management interner Kontrollen, Stuttgart 2004.
- Neubürger, Hans-Joachim (2003): Die deutsche Mitbestimmung aus Sicht eines international operierenden Unternehmens, in: Hommelhoff, Peter, Hopt, Klaus J. und v. Werder, Axel: Handbuch Corporate Governance, Köln und Stuttgart 2003.

- New York Stock Exchange: Final NYSE Corporate Governance Rules; http://www.nyse.com/pdfs/section303A_final_rules.pdf.
- Perino, Michael A. (2003): American Corporate Reform Abroad: Sarbanes-Oxley and the Foreign Private Issuer; SSRN-Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=439501>.
- Schmidt, Reinhard H. (2003): Corporate Governance in Germany: an Economic perspective, in: Johann Wolfgang Goethe Universität Frankfurt am Main (Eds.): Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 118, March 2000.
- Shleifer, Andrei und Vishny, Robert W. (1997): A survey of Corporate Governance, in: The Journal of Finance, Vol. LLII, No. 2, S. 734-783.
- PCAOB (2004): Auditing Standard – an Audit of Internal Control Over Financial Reporting Performed in Conjunction With an Audit of Financial Statements (Release No. 2004-01); http://www.pcaobus.org/Rules/Docket_008/2004-03-09_Release_2004-001-all.pdf.
- SEC (2005): Management’s report on internal control over financial reporting and certification of disclosure in exchange act periodic reports of non-accelerated filers and Foreign Private Issuers, <http://www.sec.gov/rules/final/33-8545.htm>.
- SEC: Final Rule: Management’s Reports on Internal Control over Financial Reporting and Certification of Disclosure in Exchange Act Periodic Reports, <http://www.sec.gov/rule/final/33-8238.htm>.
- Theisen, Manuel René (2003): Risikomanagement als Herausforderung für die Corporate Governance, in: Betriebs-Berater, 58. Jg. Nr. 27.
- van den Brink, Gerrit Jan und Romeike, Frank (2005): Corporate Governance und Risikomanagement im Finanzdienstleistungsbereich, Stuttgart 2005.
- Vater, Hendrik (2004): Bedeutung, Funktion und Konzeption von Disclosure Committees nach den Vorgaben des Sarbanes-Oxley Act, in: Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, 4 Jg. Nr. 11, 2004, S. 474-479.
- Vetter, Eberhard (2005): Update des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: Betriebs-Berater, 60 Jg., Nr. 32.
- von Rosen, Rüdiger (2004): Kapitalmarkt und Corporate Governance unter Einbeziehung der Rechnungslegung, in: Der Konzern, 2. Jg., Heft 5/2004, S. 325-332.
- Witt, Peter (2001): Konsistenz und Wandlungsfähigkeit von Corporate Governance Systemen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft 4/2001.

- Witt, Peter (2003): Corporate Governance-Systeme im Wettbewerb, Wiesbaden 2003.
- Wójcik, Dariusz; Clark, Gordon L.; Bauer, Robert (2004): Corporate Governance and Cross-listing: Evidence from European Companies, SSRN-Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=593364>.

3 Vorstandsvergütung

3.1 Einleitung

Die Transparenz der Vergütung der Mitglieder des Vorstands der deutschen Aktiengesellschaften steht im permanenten Fokus der Öffentlichkeit. So untersucht zum Beispiel die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) jährlich die Praxis der Offenlegung der Vorstandsvergütung der DAX-30 Unternehmen.⁴⁸ In der öffentlichen Diskussion scheint sich die Offenlegung der Vorstandsvergütung als ein Kernelement der deutschen Corporate Governance herauszukristallisieren. Wurde diesem Aspekt zunächst im Abschnitt 4.2.4 des DCGK in seinen unterschiedlichen Fassungen Rechnung getragen, hat der deutsche Gesetzgeber mit dem Gesetz über die Offenlegung von Vorstandsvergütungen (VorstOG) – dem inhärenten Prinzip des Deutschen Corporate Governance Kodex des *Comply or Explain* zuwider – eine zwangsweise Regelung erlassen. Das Gesetz bezieht sich explizit ausschließlich auf den Vorstand und nicht den Aufsichtsrat der Gesellschaft.⁴⁹

Der vorliegende Beitrag ist wie folgt strukturiert: In Kapitel 3.2 werden die rechtlichen Grundlagen der Vorstandsvergütung sowie der Offenlegung der Vorstandsvergütung analysiert. Rechtsgrundlage für die Ausgestaltung der Vorstandsvergütung ist der § 87 Abs. 1 AktG, der als Ausgangspunkt der Analyse dienen wird. In Bezug auf die Offenlegung der Vorstandsvergütung ist als normative Grundlage der DCGK anzusehen. Diesbezüglich ist bereits an dieser Stelle wichtig zu betonen, dass in Bezug auf die Offenlegung im DCGK eine Entwicklung stattgefunden hat: Während in einer ersten

⁴⁸Vgl. DSW (2003, 2004, 2005).

⁴⁹Die Vergütung der Mitglieder des Aufsichtsrats ist gem. § 113 AktG von der Hauptversammlung zu beschließen und gemäß Ziffer 5.4.7 DCGK zu publizieren. Vgl. Spindler (2005), S. 689.

Fassung des DCGK die individualisierte Offenlegung eine Sollte-Vorschrift war, wurde dies später durch eine Soll-Vorschrift ersetzt. Seit 2005 ist die Offenlegung durch das Vorstandsoffenlegungsgesetz kodifiziert. Deshalb werden in Kapitel 3.2 die wesentlichen Elemente dieses Gesetzes vorgestellt.

Der Trend zu einem höheren Grad an Offenheit ist keine deutschland-spezifische Entwicklung. Vielmehr ist sowohl auf europäischer Ebene als auch im amerikanischen Corporate Governance System ein Trend zu einem höheren Offenlegungsgrad zu erkennen. Deshalb werden in Abschnitt 3.2.4 die europäischen und in Abschnitt 3.2.5 die amerikanischen Entwicklungen skizziert. Dies ermöglicht es, die Entwicklungen in Deutschland in einen internationalen Kontext einzuordnen.

Im theoretischen Teil der Arbeit werden zunächst die Begriffe Offenlegung und Transparenz definiert und abgegrenzt. In einem weiteren Analyseschritt werden zwei Dimensionen der Transparenz identifiziert. Dabei handelt es sich zum einen um die Transparenz in Bezug auf die Offenlegung von fixen und variablen Vergütungskomponenten und zum anderen um die Transparenz in Bezug auf den individualisierten Ausweis. Diese beiden Transparenz-Dimensionen spannen eine Transparenz-Matrix auf, die im Folgenden entwickelt wird.

In Kapitel 3.3 wird der Frage nachgegangen, welche Auswirkungen mit dem neuen Grad an Offenheit auf Gehaltsstruktur und Gehaltsniveau ausgehen. Diese Thematik ist jedoch eng mit der Frage verbunden, warum sich einige Unternehmen gegen eine Offenlegung wehren. Weiterhin scheint es auch interessant, der Frage nach der Motivation des deutschen Gesetzgebers

nachzugehen.

Zunächst werden traditionelle Prinzipal-Agenten Modelle analysiert. Es kann gezeigt werden, dass diese traditionellen Modelle in der Lage sind zu erklären, warum eine Vorstandsvergütung variable, an den Unternehmenserfolg gekoppelte Bestandteile aufweisen sollte, so wie es der § 87 Abs. 1 AktG vorschreibt. Mit der variablen Vergütung soll nämlich ein etwaig existierender Interessenskonflikt zwischen Prinzipal und Agent gelöst werden. Folglich liegt auf der Hand, warum der DCGK vorsieht, auch dem Aktionär (Prinzipal) diese Information zur Verfügung zu stellen. Im Anschluss daran wird gezeigt, dass traditionelle PA-Modelle jedoch nicht in der Lage sind, zu erklären, warum dieser Ausweis auch individualisiert erfolgen sollte. Ferner können die traditionellen PA-Modelle keine Antwort auf die Frage bieten, wie sich diese neue Offenheit auf die Gehaltsstruktur auswirken wird.

Deshalb wird ein relativ neuer PA-Ansatz vorgestellt. Im Rahmen dieses Modellansatzes agieren ein Prinzipal und zwei Agenten. Das neue Element dieses Ansatzes besteht darin, dass ein Agent nicht nur sein eigenes Gehalt in sein Optimierungskalkül einbezieht, sondern das eigene Gehaltsniveau mit dem des jeweils anderen Agenten vergleicht. Stellt ein Agent eine "ungerechte" Entlohnung fest, so wird dieser seinen Arbeitseinsatz reduzieren. Es wird gezeigt, dass sich eine Offenlegung negativ auf die Gewinnsituation des Prinzipals auswirken kann und die Offenlegung die Gehaltsstruktur beeinflusst. Das Modell liefert somit Hypothesen bezüglich der Auswirkungen auf die Gehaltsstruktur.

Auf Grund des negativen Einflusses der Offenlegung der Vorstandsgehälter auf die Gewinnsituation des Prinzipals erscheint dieser neue PA-Ansatz als Erklärungsmodell ungeeignet, warum der Gesetzgeber das VorstOG eingeführt hat. Eine Antwort auf diese Fragestellung kann jedoch u. U. aus zwei anderen Modellansätzen abgeleitet werden. Dabei handelt es sich zum einen um eine Erweiterung der Equity Theorie von Adams (1963), die in Abschnitt 3.3.5 vorgestellt wird. Des Weiteren wird in Abschnitt 3.3.7 untersucht, ob die Theorie der Neuen Politischen Ökonomie als Erklärungsansatz für den Aktionismus des Gesetzgebers herangezogen werden kann.

Im empirischen Teil der Arbeit wird zunächst mittels deskriptiver Statistik das Gehaltsniveau und die Gehaltsstruktur analysiert. Es wird untersucht,

- inwieweit eine variable / fixe Vergütung vorgenommen wird und welche Unterschiede zwischen den Unternehmen existieren,
- ob innerhalb des Vorstands zwischen Vorstandsvorsitzenden und anderen Mitgliedern des Vorstands differenziert wird und
- wie das Gehaltsgefüge zwischen den sonstigen Vorstandsmitgliedern (nicht Vorstandsvorsitzenden) ausgestaltet ist.

Es zeigt sich, dass einige Unternehmen eine ganz erhebliche Spreizung zwischen dem Gehalt des Vorstandsvorsitzenden und den anderen Vorstandsmitgliedern vornehmen, während diese Spreizung in anderen Unternehmen nur gering ausfällt. Ferner ist auch die Spreizung zwischen den sonstigen Mitgliedern des Vorstands unterschiedlich stark ausgeprägt.

Auf Basis dieser Ergebnisse stellt sich die grundlegende Frage nach den Einflussfaktoren auf die Höhe der individuellen Entlohnung von Mitgliedern

des Vorstands deutscher Unternehmen. Im Rahmen einer Regressionsanalyse werden diese Faktoren herausgefiltert und ihr Einfluss auf das Gehaltsniveau quantifiziert.

3.2 Rechtliche Rahmenbedingungen der Offenlegung der Vorstandsvergütung

3.2.1 Grundlage der Vorstandsvergütung

Grundlage für die Vorstandsentslohnung bildet der § 87 Abs. 1 Aktiengesetz (AktG), indem die Grundsätze für die Bezüge der Vorstandsmitglieder gesetzlich geregelt werden. Wörtlich heißt es:

(1) Der Aufsichtsrat hat bei der Festsetzung der Gesamtbezüge des einzelnen Vorstandsmitglieds (Gehalt, Gewinnbeteiligungen, Aufwandsentschädigungen, Versicherungsentgelte, Provisionen und Nebenleistungen jeder Art) dafür zu sorgen, daß die Gesamtbezüge in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des Vorstandsmitglieds und zur Lage der Gesellschaft stehen. Dies gilt sinngemäß für Ruhegehalt, Hinterbliebenenbezüge und Leistungen verwandter Art.

Somit wird deutlich, dass bereits das Aktiengesetz auf das individuelle Vorstandsgehalt abstellt. Interessant ist auch, dass für das Ruhegehalt die gleichen Bezugsgrößen herangezogen werden sollen, wie zur Ermittlung der Gesamtbezüge. § 87 Abs. 1 AktG benennt lediglich zwei Kriterien zur Bestimmung der Höhe der Gesamtbezüge des einzelnen Vorstandsmitglieds. Dabei handelt es sich um die jeweiligen Aufgaben des Vorstandsmitglieds und die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft. Der Begriff "*angemessenes Verhältnis*" bleibt jedoch unbestimmt und wird nicht weiter konkretisiert.

Im DCGK ist die Vergütung des Vorstands in Abschnitt 4.2 geregelt. Da im Folgenden immer wieder auf diese Regelung verwiesen wird, ist der Wortlaut des DCGK 4.2 in Tabelle 6 noch einmal abgedruckt. In Abschnitt 4.2.2 werden die Kriterien des § 87 AktG erneut aufgegriffen und um weitere Faktoren ergänzt. Insbesondere soll im Rahmen der Beurteilung der Angemessenheit der Vergütung auch das Vergleichsumfeld des Unternehmens beachtet werden. Dieser Aspekt wird insbesondere in Abschnitt 3.3.6 im Rahmen der Bidding-Up Theorie noch einmal aufgegriffen.

In Abschnitt 4.2.3 DCGK wird vorgeschrieben, dass die Vorstandsvergütung sowohl fixe als auch variable Komponenten erhalten sollte. In Abschnitt 4.2.4 wird der Ausweis von fixen und variablen Bestandteilen sowie die individualisierte Offenlegung geregelt.

3.2.2 Entwicklung der Rechtsgrundlage der Offenlegung in Deutschland

Der Deutsche Corporate Governance Kodex wurde am 26. Februar 2002 eingeführt und hat bereits drei Revisionen erfahren (07. November 2002, 21. Mai 2003 sowie 02. Juni 2005). In den ersten beiden Kodexfassungen war Satz 2 Ziffer 4.2.4 DCGK als Anregung formuliert, von der ohne eine Erklärung gem. § 161 AktG abgewichen werden konnte.⁵⁰ Mit der Kodexversion, die vom 21. Mai 2003 an gültig war, wurde Satz 2 Ziffer 4.2.4 DCGK in eine erklärungspflichtige Empfehlung hochgestuft.⁵¹ DCGK 4.2.4 ergänzt die bestehenden handelsrechtlichen Vorschriften § 285 Nr. 9 HGB a. F. bzw. § 314 I Nr. 6 HGB a. F. Diese beziehen sich auf das Ge-

⁵⁰Vgl. Ringleb (2005), S. 188.

⁵¹Vgl. Ringleb (2005), S. 190.

Tabelle 6: Zusammensetzung und Vergütung des Vorstands DCGK 2005

4.2	Zusammensetzung und Vergütung
4.2.1	Der Vorstand soll aus mehreren Personen bestehen und einen Vorsitzenden oder Sprecher haben. Eine Geschäftsordnung soll die Geschäftsverteilung und die Zusammenarbeit im Vorstand regeln.
4.2.2	Das Aufsichtsratsplenium soll auf Vorschlag des Gremiums, das die Vorstandsverträge behandelt, über die Struktur des Vergütungssystems für den Vorstand beraten und soll sie regelmäßig überprüfen. Die Vergütung der Vorstandsmitglieder wird vom Aufsichtsrat unter Einbeziehung von etwaigen Konzernbezügen in angemessener Höhe auf der Grundlage einer Leistungsbeurteilung festgelegt. Kriterien für die Angemessenheit der Vergütung bilden insbesondere die Aufgaben des jeweiligen Vorstandsmitglieds, seine persönliche Leistung, die Leistung des Vorstands sowie die wirtschaftliche Lage, der Erfolg und die Zukunftsaussichten des Unternehmens unter Berücksichtigung seines Vergleichsumfelds.
4.2.3	Die Gesamtvergütung der Vorstandsmitglieder soll fixe und variable Bestandteile umfassen. Die variablen Vergütungsteile sollten einmalige sowie jährlich wiederkehrende, an den geschäftlichen Erfolg gebundene Komponenten und auch Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter enthalten. Sämtliche Vergütungsbestandteile müssen für sich und insgesamt angemessen sein. Als variable Vergütungskomponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter dienen insbesondere Aktien der Gesellschaft mit mehrjähriger Veräußerungssperre, Aktienoptionen oder vergleichbare Gestaltungen (z. B. Phantom Stocks). Aktienoptionen und vergleichbare Gestaltungen sollen auf anspruchsvolle, relevante Vergleichsparameter bezogen sein. Eine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele oder der Vergleichsparameter soll ausgeschlossen sein. Für außerordentliche, nicht vorhergesehene Entwicklungen soll der Aufsichtsrat eine Begrenzungsmöglichkeit (Cap) vereinbaren. Die Grundzüge des Vergütungssystems sowie die konkrete Ausgestaltung eines Aktienoptionsplans oder vergleichbarer Gestaltungen für Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter sollen auf der Internetseite der Gesellschaft in allgemein verständlicher Form bekannt gemacht und im Geschäftsbericht erläutert werden. Hierzu sollen auch Angaben zum Wert von Aktienoptionen gehören. Der Vorsitzende des Aufsichtsrats soll die Hauptversammlung über die Grundzüge des Vergütungssystems und deren Veränderung informieren.
4.2.4	Die Vergütung der Vorstandsmitglieder soll im Anhang des Konzernabschlusses aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung ausgewiesen werden. Die Angaben sollen individualisiert erfolgen.

Quelle: Deutscher Corporate Governance Kodex in seiner Fassung vom 02. Juni 2005.

samtgremium Geschäftsführung oder Aufsichtsrat sowie die Gesamtbezüge. Das VorstOG ist die konsequente Fortentwicklung der individualisierten Offenlegung der Vorstandsvergütung. Nach dem VorstOG beschränkt sich der individualisierte Vergütungsausweis auf die Vorstandsmitglieder börsennotierter Aktiengesellschaften. Gesellschaften, die keine börsennotierten Aktiengesellschaften sind, können von dem Ausweis absehen, wenn sich anhand der Angaben die Bezüge eines Mitglieds des Vorstands feststellen lassen (§ 286 Abs. 4 HGB). Für diese Gesellschaften hat sich faktisch keine Änderung der bisherigen Rechtslage ergeben.

Von einer Offenlegung kann nur dann abgesehen werden, wenn die sogenannte Opt-Out Klausel angewendet werden kann. Dazu muss sich die Hauptversammlung mit einer qualifizierten $\frac{3}{4}$ Mehrheit des anwesenden Grundkapitals (§ 286 Abs. 5 HGB) gegen die Offenlegung aussprechen. Die Offenlegung betrifft sowohl den Einzelabschluss (§ 285 Satz 1 Nr. 9 HGB) als auch den Konzernanhang (§ 314 Abs. 1 Nr. 6a HGB).

Die nachstehende Graphik erläutert die Erweiterung der Offenlegungspflichten durch das VorstOG.

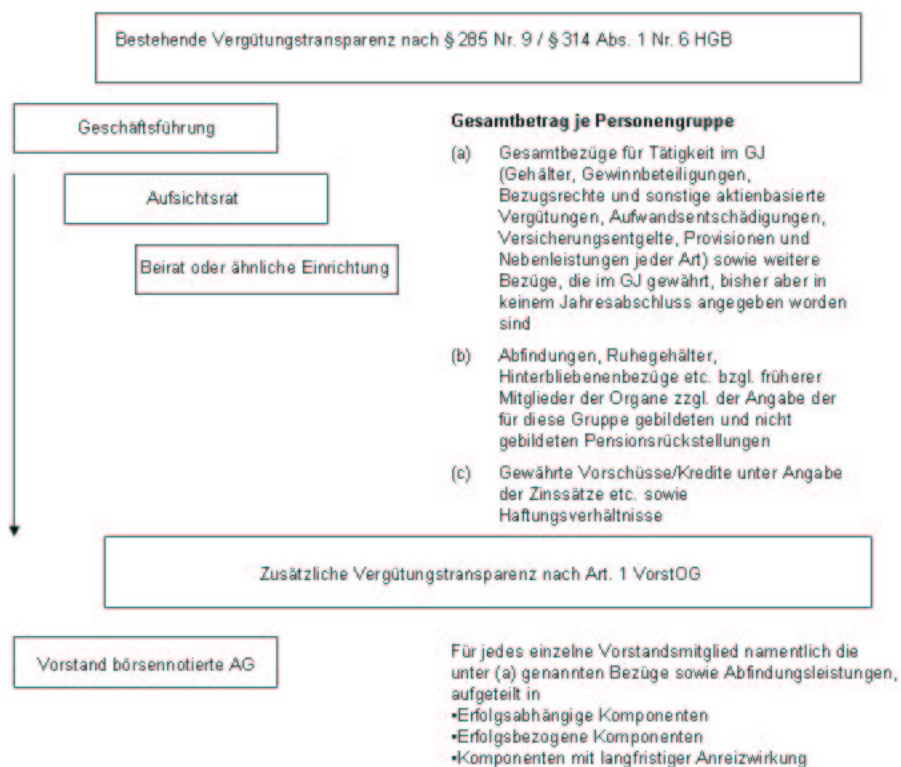
Der Umfang der Offenlegungspflicht nach dem VorstOG erstreckt sich auf alle Leistungen materieller Art, die dem Vorstandsmitglied selbst oder an Dritte zugunsten des Vorstandsmitglieds geleistet werden. Betroffen sind auch die Versorgungsbezüge, soweit diese nicht unerheblich von denen den übrigen Arbeitnehmern gewährten abweichen. Offen gelegt werden müssen die Basisdaten und keine versicherungsmathematischen Barwerte.

Aktienoptionen und andere aktienbasierte Vergütungen sind mit dem beizulegenden Zeitwert zum Zeitpunkt der Gewährung anzugeben.⁵² Werden im Jahresabschluss weitergehende Angaben zu bestimmten Bezügen gemacht, so sind gem. § 285 Satz 1 Nr. 9 a Satz 7 HGB auch diese einzeln anzugeben. Diese Regelung nimmt Bezug auf zukünftig zu erstellende IFRS Abschlüsse, in denen nach IFRS 2 aktienbasierte Vergütungen im Detail auszuweisen sind. Somit ist sichergestellt, dass diese individualisiert erfolgen.⁵³

⁵²Vgl. Spindler (2005), S. 690.

⁵³Vgl. KPMG (2005b), S. 26.

Abbildung 5: Synopse der Vergütungstransparenz



Quelle: KPMG (2005b), S. 15.

Zugesagte oder geleistete Entgelte, die im Rahmen der Beendigung des Beschäftigungsverhältnisses anfallen, müssen angegeben werden, ebenso die Bedingungen, unter denen sie gewährt werden.⁵⁴ Rechtlich problematisch erscheint insbesondere die Forderung nach Angemessenheit der Bezüge.⁵⁵ Das Vergütungssystem, also die von der Gesellschaft betriebene Vergütungspolitik (Vergütungsbericht), wird in Form einer Soll-Vorschrift hinsichtlich der Offenlegung bedacht (§ 289 Abs. 2 HGB). Hier sollen die von der börsennotierten Gesellschaft gewählten Parameter und Anreize offen gelegt

⁵⁴Vgl. Spindler (2005), S. 690.

⁵⁵Vgl. hierzu zusammenfassend Lücke (2005), S. 692-697.

werden. Es ist hinsichtlich des Vergütungsberichts weiterhin dem Ermessen der Gesellschaft überlassen, ob und wie diese Informationen offen gelegt werden.

3.2.3 Diskussion der Offenlegung aus juristischer Perspektive

Die Diskussion über die Notwendigkeit der Transparenz der Vorstandvergütung ist in Deutschland überwiegend von juristischen Argumenten geprägt. Zur individualisierten Angabe der Vorstandvergütung wird u. a. angeführt, dass diese ausdrückliche oder implizite Vertraulichkeitsgebote oder das Persönlichkeitsrecht verletze.⁵⁶ Kiethe (2004, S. 463) sieht durch das Abweichen vom Prinzip des *Comply or Explain* des DCGK eine Überregulierung des Aktienrechts. Er plädiert für die Beibehaltung der Offenlegung der Gesamtvergütung des Vorstands, auch im Hinblick auf das Persönlichkeitsrecht der Vorstandsmitglieder und im Sinne des Unternehmens unerwünschter Diskussionen über den Zusammenhang zwischen Qualifikation und Vergütung.

Strieder (2005, S. 958) argumentiert, dass es sich beim Vorstand um ein Kollegialorgan handle und deshalb ein aggregierter Ausweis für das Gesamtorgan ausreichend sei.

Spindler fordert eine Stärkung der Corporate Governance und der Kapitalmärkte durch eine erhöhte Transparenz und verbesserte Kontrollmöglichkeiten der Anteilseigner.⁵⁷ Spindler führt später jedoch aus, dass mit dem VorstOG der Gesetzgeber seine Einschätzungsprärogative, also das Vorrecht,

⁵⁶Vgl. Ringleb (2005), S. 192-193.

⁵⁷Vgl. Spindler (2004), S. 45.

einen Lebenssachverhalt in einem Gesetz zu regeln, überschritten habe.⁵⁸ Er erkennt jedoch auch an, dass sich in einem globalisierten Kapitalmarkt die Rahmenbedingungen und damit auch der Einschätzungsspielraum des Gesetzgebers derart geändert habe, dass keine verfassungsrechtlichen Bedenken bestehen könnten.

Martens (2005, S. 149-150) sieht die Vorstandsvergütung als Verhandlungsgegenstand der Entlastung. Es gehe um das Preis-Leistungsverhältnis vom Leitungsorgan zu seinen Mitgliedern. Er begrüßt die Entwicklung, die zum VorstOG führte und sieht den Persönlichkeitsschutz des einzelnen Vorstandsmitglieds im Vergleich zum berechtigten Informationsinteresse der Aktionäre als nicht durchsetzbar an.

Zinser/Spreng (2004, S. 423) stellen im Rahmen einer rechtsvergleichenden Betrachtung des Deutschen Corporate Governance Kodex mit dem britischen Combined Code of Corporate Governance fest, dass die individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütung bereits 1985 Eingang in den Companies Act gefunden habe. Das deutsche VorstOG entspricht vom Grundgedanken her der britischen Regelung.

Die Entwicklung der Erweiterung der Offenlegung der Vorstandsvergütung ist auch das Resultat der Empfehlungen der Europäischen Kommission zur Vergütungstransparenz. Während sich das VorstOG ausschließlich auf Mitglieder des Vorstands bezieht, betreffen die Empfehlungen der EU Kommission auch die Unternehmensleitung, was folglich auch die Aufsichtsorgane

⁵⁸Vgl. Spindler (2005), S. 692.

einbezieht.⁵⁹ Auf diese Entwicklungen in der EU wird in Abschnitt 3.2.4 detailliert eingegangen.

3.2.4 Entwicklung in der EU

Die Empfehlungen der Europäischen Kommission gehen über die Regelungen des VorstOG in Bezug auf den Umfang der Offenlegungspflicht hinaus. So ist vorgesehen, dass börsennotierte Unternehmen im Jahresabschluss die variablen aktienbasierten Vergütungssysteme ausweisen. Dies umfasst insbesondere Aktien, Aktienoptionen und sonstige Rechte auf den Erwerb von Aktien oder die in Abhängigkeit vom Aktienkurs gezahlten Bezüge. Ebenso sind die Konditionen der Gewährung, die Anzahl der im Geschäftsjahr ausgeübten Aktienoptionen sowie Anzahl der jeweils betroffenen Aktien und Ausübungskurs, oder der Wert der Beteiligung an der aktienbezogenen Incentive-Regelung am Ende des Geschäftsjahres auszuweisen.

Ebenso sind jene Aktienoptionen anzugeben, die nicht ausgeübt wurden, ferner der Ausübungskurs, Ausübungsdatum sowie wesentliche Konditionen für die Ausübung dieser Rechte und Konditionänderungen bei bestehenden Aktienoptionen während des Geschäftsjahres. Im Falle von leistungsbasier-ten Pensionsplänen sind Veränderungen anzugeben, bei beitragsdefinierten Pensionsplänen die Beiträge, welche die Gesellschaft gezahlt oder zu zahlen hat, anzugeben.

Gemäß den Empfehlungen der EU-Kommission sollen auf den Hauptver-sammlungen spätestens beginnend ab 30. Juni 2006 folgende Punkte der Genehmigung durch diese unterliegen (Abschnitt IV der Empfehlungen Nr.

⁵⁹Vgl. KPMG (2005a), S. 17.

6.2):

- a) Gewährung von aktienbezogenen Vergütungsformen, einschließlich Aktienoptionen, für Mitglieder der Unternehmensleitung.
- b) Höchstzahl und wesentliche Konditionen für die Gewährung solcher Vergütungsformen.
- c) Ausübung der Optionen.
- d) Voraussetzungen für nachfolgende Änderungen des Optionskurses, sofern zulässig.
- e) Sonstige langfristig angelegte Incentive-Leistungen für Mitglieder der Unternehmensleitung, die nicht auch allen anderen Mitarbeitern zu ähnlichen Bedingungen offen stehen.

Die Hauptversammlung soll ebenfalls über jene Fristen beschließen, innerhalb derer aktienbasierte Vergütungen an Mitglieder der Unternehmensleitung vergeben werden können sowie erhebliche Konditionsänderungen. Die Vergütungspolitik soll im Rahmen der Hauptversammlung zur Abstimmung gestellt werden.

Die Veröffentlichung sollte im Rahmen einer Vergütungserklärung erfolgen und Teil eines eigenständigen Vergütungsberichts sein und oder im Jahresabschluss, Lagebericht oder Anhang aufgenommen werden. Ebenso sollten die Informationen über das Internet zugänglich sein (Abschnitt II Nr. 3.1 der Empfehlung). Maul/Lanfermann (2004, S. 1867) merken kritisch an, dass der Grad der Detailliertheit der Empfehlung der EU-Kommission kein effizientes Informationsinstrument mehr für einen Anleger darstelle.

3.2.5 Entwicklung in den USA

In den USA plant die SEC eine grundlegende Reform der Offenlegung der Managementvergütung. Bislang mussten bei der SEC registrierte Aktiengesellschaften gem. Regulation S-K Item 402 Art und Höhe der Vergütung für den CEO sowie die vier höchstbezahlten Executive Officers und die Mitglieder des Board of Directors ausweisen.⁶⁰ Die SEC stellt hierzu klar, dass der Ausweis für den CEO für das Berichtsjahr sowie die zwei dem Berichtsjahr vorangehenden Jahre zu erfolgen hat, sofern der CEO die Position in diesen Jahren innehatte.⁶¹ Die schon bestehenden Transparenzregeln sollen dahingehend erweitert werden, dass in verständlichem Englisch insbesondere Aktienvergütungen und Pensionszusagen offen gelegt werden sollen.⁶² Die SEC stellt insbesondere darauf ab, dass die Entlohnung der *principal executive officer, principal financial officer, the three other highest paid executive officers and the directors* in einer für den externen Bilanzadressaten verständlichen Weise die Ziele und Implementierung dieser Ziele für die Entlohnung der letzten drei Jahre, ausstehende aktienbasierte Vergütungen (Equity Related Interests), die in Zukunft zu Einnahmen (Gains) führen sowie Altersbezüge und andere Vergütungen, die sich an das Beschäftigungsverhältnis anschließen.⁶³ Im Detail sieht die Forderung der SEC folgendes vor:

- A reorganized Summary Compensation Table would be the principal vehicle for showing three-year compensation and would include additional information.
 - A new column would report total compensation.
 - A dollar value will be shown for all stock-based awards, including stock and stock options, measured at grant date fair value, computed pursuant to Financial Accounting Standards Board's

⁶⁰Vgl. KPMG (2003), S. 337.

⁶¹Vgl. SEC (1997), S. 2.

⁶²Vgl. Riecke (2006).

⁶³Vgl. SEC (2006).

Statement of Financial Accounting Standards No. 123 (revised 2004), Share-Based Payment, to provide a more complete picture of compensation and facilitate reporting total compensation.

- The "All Other Compensation" column would include the aggregate increase in actuarial value of pension plans accrued during the year and all earnings on deferred compensation that is not tax-qualified.
 - The threshold for disclosing perquisites would be reduced to \$10,000 and interpretive guidance is provided for determining what is a perquisite.
 - Two supplemental tables would report Grants of Performance-Based Awards and Grants of All Other Equity Awards.
- Disclosure regarding outstanding equity interests would include
 - the Outstanding Equity Awards at Fiscal Year-End Table, which would show outstanding awards representing potential amounts that may be received in the future; and
 - the Option Exercises and Stock Vested Table, which would show amounts realized on equity compensation during the last year.
 - Retirement plan and post-employment disclosure would include
 - the Retirement Plan Potential Annual Payments and Benefits Table, which would disclose annual benefits payable to each named executive officer;
 - the Nonqualified Defined Contribution and Other Deferred Compensation Plans Table, which would disclose year-end balance, and executive contributions, company contributions, earnings and withdrawals for the year; and
 - disclosure of payments and benefits (including perquisites) payable on termination or change in control, including quantification of these potential payments and benefits. A Director Compensation Table, similar to the Summary Compensation Table, and related narrative would disclose director compensation for the last year.⁶⁴

Im Gegensatz zur Regelung des VorstOG ist der Reformvorschlag der SEC wesentlich detaillierter im Hinblick auf den Aufbau des Vergütungsberichts. Dies wird die Vergleichbarkeit der Vergütungsberichte, die dem Vorschlag der SEC entsprechen, wesentlich erleichtern.

⁶⁴Vgl. SEC (2006).

3.2.6 Zwischenfazit

Hinsichtlich der Forderung der Beibehaltung der Offenlegung lediglich der Gesamtbezüge des Vorstands und der Verletzung von Vertraulichkeitsgeboten und einer eventuellen Verletzung des Persönlichkeitsrechtes, greift die Begründung m. E. mit Verweis auf § 87 Abs. 1 AktG nicht, da hier explizit betont wird, dass die individuellen Vorstandsbezüge in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des Vorstandsmitglieds stehen sollen. Der Aktionär benötigt m. E. also gerade die individualisierte Angabe, um dies beurteilen und die Entlastung gem. § 120 Abs. 2 AktG erteilen zu können.

Es ist ebenfalls festzustellen, dass die geforderte Vergütungstransparenz wie in Abschnitt 3.2.4 und 3.2.5 aufgeführt, kein deutsches Phänomen ist, sondern auch international zunehmend an Bedeutung gewinnt. Somit stellt die Transparenz der Vorstandsentslohnung ein Element des Systemwettbewerbs von Corporate Governance Systemen dar.

3.3 Theoretische Grundlagen

3.3.1 Dimensionen der Transparenz

Die Diskussion in dieser Arbeit stellt jedoch nicht auf die rechtlichen, sondern auf die ökonomischen Begründungen für und gegen Transparenz der Vorstandsvergütung ab und ergänzt so die juristische Einordnung der Vorstandsvergütungstransparenz im Kontext des Systems der deutschen Corporate Governance. Im Folgenden wird der Begriff Transparenz definiert und unterschiedliche Transparenzgrade anhand einer Transparenz-Matrix herausgearbeitet.

Der Begriff Transparenz stammt von den lateinischen Worten *trans*

”(hin)durch“ und *parere* ”scheinen, sich zeigen“ ab und bezeichnet Phänomene, die ganz oder teilweise durchsichtig sind. Das Wort Transparenz wird sowohl für durchsichtige Dinge benutzt als auch im übertragenen Sinn, wenn Konzepte oder Ereignisse für alle Teilnehmer gleich (durchsichtig) erscheinen. In diesem Sinne soll im Folgenden der Begriff *Transparenz* gebraucht werden. Die beiden Begriffe Offenlegung und Transparenz werden im Folgenden nicht als Synonyme verwendet. Die Offenlegung stellt lediglich eine notwendige Bedingung zur Erzielung von Transparenz dar, hinreichend ist sie jedoch keinesfalls. So sind offen gelegte Gehälter erst dann transparent, wenn sie mit denen anderer Unternehmen vergleichbar sind und nicht einer umfangreichen Interpretation bedürfen.⁶⁵ Transparenz ist auch kein Selbstzweck zur Befriedigung der Neugier der Öffentlichkeit. Wie sich in der anschließenden Diskussion zeigt, gibt es theoretisch wohl fundierte Gründe für und gegen die Offenlegung von Vorstandsgehältern.⁶⁶

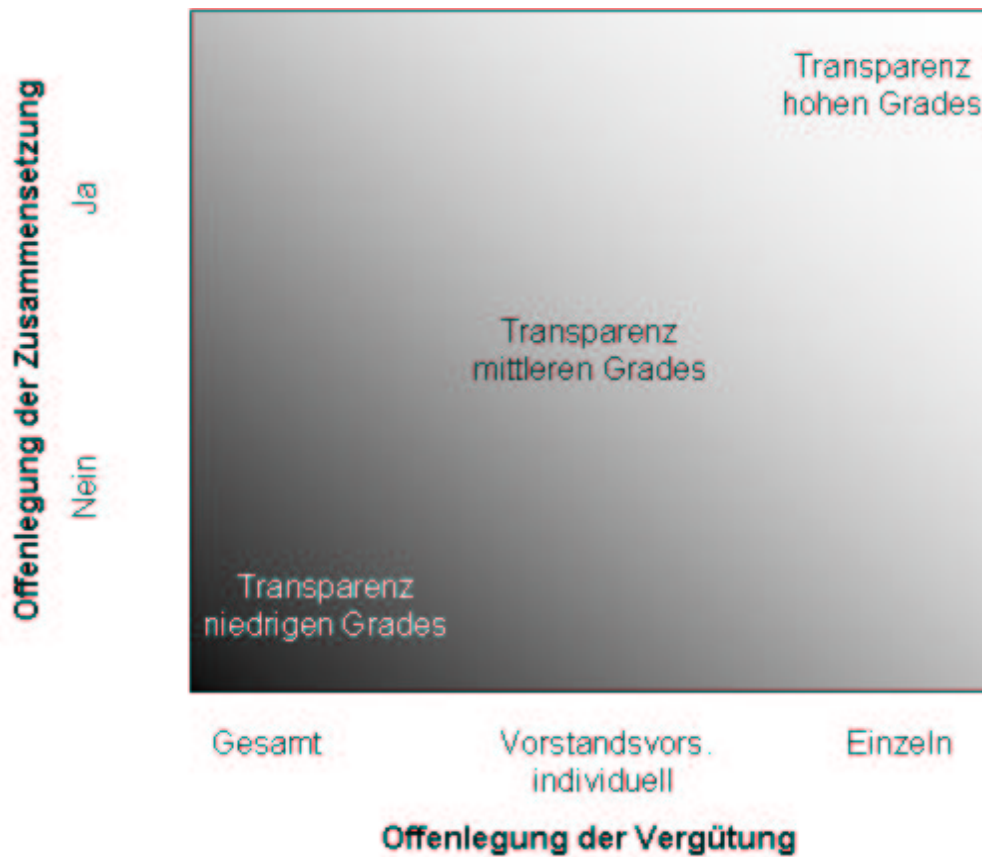
In Abbildung 6 ist auf der horizontalen Ebene die Dimension Offenlegung der Vergütung angetragen. Diesbezüglich ist zu betonen, dass es nicht nur die beiden Extrema ”Ausweis der Gesamtvergütung“ bzw. ”Ausweis auf individualisierter Basis“ existieren. Vielmehr scheint es wichtig auch Abstufungen zuzulassen. So weist beispielsweise die VW AG im Geschäftsbericht 2004 die Vergütung des Vorstandsvorsitzenden auf individueller Basis aus, während die Vergütung der anderen Vorstandsmitglieder als Gesamtvergütung angegeben wird.⁶⁷

⁶⁵Vgl. Kohnert/Warlimont/Ehrlich (2005), S. 1.

⁶⁶Der Vorstandsvorsitzende der Karstadt Quelle AG erklärt am 25.01.06 launisch, das Argument vieler Vorstände gegen eine Transparenz sei die Furcht vor der Ehefrau, die durch die Offenlegung Gehaltsvergleiche ziehen könnte. Vgl. Spiegel online. Von derartigen Begründungen wird im folgenden Verlauf der Arbeit jedoch abgesehen.

⁶⁷In der Entsprechenserklärung zum DCGK informiert VW die Öffentlichkeit, dass im Geschäftsbericht 2005 eine vollständige Transparenz in Bezug auf die Vorstandsgehälter

Abbildung 6: Transparenz-Matrix



Quelle: Selbsterstellt.

Auf der vertikalen Ebene wird die Dimension der Offenlegung der Zusammensetzung der Vorstandsvergütung abgetragen. Diesbezüglich wird analysiert, ob die Vergütung in ihre fixen und variablen Bestandteile aufgespalten ausgewiesen wird. Diese Aufteilung soll dann eine Einschätzung erlauben, inwieweit die Vortandsvergütung anreizkompatibel ausgestaltet ist. Auch in Bezug auf diese Dimension scheint es angebracht, nicht nur die geben wird und somit ein individueller Ausweis erfolgen wird.

beiden Extrema zu betrachten, sondern ebenfalls Abstufungen zuzulassen. Ein tabellarischer Ausweis der Vorstandsvergütung in fixe und variable Bestandteile erhöht den Transparenzgrad nur geringfügig, falls keine detaillierte und allgemein verständliche Erläuterung der Bemessungsgrundlage der variablen Vergütung erfolgt. Auf den Punkt der Verständlichkeit stellt insbesondere auch der unter 3.2.5 beschriebene Vorschlag der SEC (2006) ab, der fordert: *"The proposals would require most of this disclosure to be provided in plain English."* Eine entsprechende Regelung im VorstOG findet sich jedoch nicht.

Die Transparenz-Matrix kann man in verschiedene Transparenzgrade einteilen. In Abbildung 6 ist beispielsweise eine dreistufige Einteilung vorgenommen worden. Die drei Kategorien werden mit den Begriffen niedriger – mittlerer – hoher Transparenzgrad belegt.

Formal liegt ein hoher Transparenzgrad dann vor, wenn die individuelle Vorstandsvergütung in ihrer Zusammensetzung ausgewiesen und allgemein verständlich erläutert wird. Ein mittlerer Transparenzgrad wird mit der lediglich für den Vorstandsvorsitzenden individuell ausgewiesenen Vergütung assoziiert. Dieses Szenario entspricht den durch das VorstOG geänderten § 285 Satz 1 Nr. 9 a n.F. bzw. § 314 Abs. 1 Nr. 6 HGB n.F. für den Konzernanhang. Die Vergütung der weiteren Vorstandsmitglieder wird als Gesamtsumme ausgewiesen, wobei auf die Struktur der Vergütung eingegangen wird. Niedrige Transparenz wird mit dem Ausweis der Gesamtvergütung für den Vorstand ohne Offenlegung der Vergütungsstruktur assoziiert. Dieses Szenario war in der Vergangenheit durch Abweichung von Ziffer 4.2.4. DCGK und deren Begründung gem. § 161 AktG möglich. Das Szenario mit

dem niedrigen Transparenzgrad entspricht §§ 285 Satz 1 Nr. 9 a,b a. F. ggf. i.v.m. § 286 Abs. 4 HGB a. F. bzw. § 314 Abs. 1 Nr. 6a HGB a. F. für den Konzernanhang.

Tabelle 7: Ausweis Sachbezüge

Unternehmen	keine Info zu SB	SB in Fixum enthalten	Ausweis SB für Gesamtvorstand	Ausweis SB auf indiv. Basis	Seite
Adidas			239.000		S. 116
Allianz			300.000		S. 17. S. 192
Altana	X				
BASF	X				
Bayer			102.157		S. 52
Bayrische Hypovereinsbank		X			S. 164
BMW	X				
Commerzbank			843.000		S. 171
Continental		X			S. 73
DaimlerChrysler		X			S. 91
Deutsche Bank			649.714		S. 175
Deutsche Börse		X			S. 92
Deutsche Post			260.000		S. 123
Deutsche Telekom			426.891		S. 198
EON			503.962		S. 162
Fresenius	X				
Henkel			350.000		S. 91
Infineon		X			S 53
Linde		X			S. 173
Lufthansa			134.414	X	S. 187
MAN	X				
Metro			600.000		S. 136
Muenchner Rück			654.000		S. 34
RWE			195.000		S. 179
SAP			123.000	X	S. 45
Schering			721.000	X	S. 128
Siemens			955.168	X	S. 49
ThyssenKrupp*			826.400		S. 15
TUI	X				
Volkswagen		X			S. 102

Quelle: Geschäftsberichte (2004) der einzelnen Unternehmen. Selbsterstellt. ThyssenKrupp*: Sachbezüge zusätzlich zu den ausgewiesenen Gesamtbezügen.

Für die Zukunft ist zu beachten, dass nach der durch das VorstOG geänderten Rechtslage für börsennotierte Aktiengesellschaften durch die in § 286 Abs. 5 n.F. enthaltene Opt-Out Klausel abgewichen werden kann. Ferner müssen nicht börsennotierte Aktiengesellschaften lediglich einen Ausweis der Gesamtbezüge vornehmen. Gemäß § 286 Abs. 4 n.F. HGB kann für nicht börsennotierte Aktiengesellschaften sogar von einem Ausweis der Gesamtbezüge abgesehen werden, falls sich anhand dieser Angabe die Bezüge eines Vorstandsmitglieds feststellen lassen. Es kann also auch nach Einführung

des VorstOG die Situation auftreten, dass Unternehmen unterschiedliche Transparenzgrade aufweisen.

Die individualisierte Offenlegung stellt jedoch nur eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung zur Erzielung von Transparenz dar. Auch bei vollständiger individualisierter Offenlegung kann weiterhin Intransparenz vorliegen, falls die Verständlichkeit und Vergleichbarkeit der Informationen nicht gewährleistet ist.

Ein Beispiel für offen gelegte aber intransparente Informationen stellt die Position Sachbezüge dar. Die folgende Tabelle 7 gibt einen Überblick über jene DAX-30 Unternehmen, deren Geschäftsbericht

- keine weiteren Informationen bezüglich der Sachbezüge enthält,
- lediglich darüber informiert, dass die Position *Sachbezüge* im Fixum enthalten ist, jedoch die Höhe der Sachbezüge nicht quantifiziert,
- die Höhe der Sachbezüge für den Gesamtvorstand ausweist und
- die Höhe der Sachbezüge für jedes Vorstandsmitglied individualisiert aufschlüsselt.

Die Analyse der individuellen Sachbezüge zeigt, dass diese Position eine sehr hohe Streuung aufweist. Somit scheint ein individueller Ausweis dieser Vergütungsposition angebracht.

Tabelle 8: Anmerkung zu Sonstigen Bezügen (Sachbezüge)

Adidas	SB wie Firmenwagen etc.
Allianz	marktübliche Versicherungsleistungen, Dienstwagen. Geldwerte Vorteile aus Sach- und Nebenleistungen werden je nach Funktion und Position in unterschiedlichem Umfang gewährt und müssen individuell versteuert werden.
Altana	keine Informationen
BASF	keine Informationen
Bayer	z. B. Dienstwagen
Bayrische Hypovereinsbank	SB in Fixum, keine weiteren Angaben
BMW	keine Informationen
Commerzbank	SB, die steuerlich als geldwerte Vorteile zu behandeln sind.
Continental	u. a. Kraftfahrzeugüberlassung, Versicherungen, Umzugskosten.
DaimlerChrysler	SB in Fixum, keine weiteren Angaben
Deutsche Bank	Versicherungsprämien, nicht geldliche Leistungen und Steuern.
Deutsche Börse	Kranken- und Pflegeversicherungsprämien sowie Dienstwagenregelungen
Deutsche Post	Firmenwagennutzung, Reisekostenentschädigung, Telefonkostenersatz und besondere Pauschalen bei Auslandsbezug. SB stehen allen Mitgliedern in gleicher Weise zu, die Höhe variiert im Hinblick auf die unterschiedliche persönliche Situation.
Deutsche Telekom	SB nicht in Fixum, keine weiteren Angaben
EON	Sonstige Bezüge: SB, Vergütung für die Wahrnehmung von Aufsichtsfunktionen bei Tochtergesellschaften und den Differenzbetrag zwischen dem bei Aufstellung des Konzernabschlusses 2003 ausgewiesenen Rückstellungsbetrag für die Tantieme 2003 und der tatsächlichen Zahlung aufgrund der späteren Festsetzung im Aufsichtsratspräsidium.
Fresenius	keine Informationen
Henkel	Sonstige Bezüge: keine weiteren Infos
Infineon	Nebenleistungen: z. B. für die Alters- und Hinterbliebenenversorgung, Entgeltfortzahlung im Krankheitsfall und ein Dienstwagen mit Fahrer auch zur privaten Nutzung.
Linde	Festvergütungen umfassen auch geldwerte Vorteile.
Lufthansa	Sonstige Bezüge: geldwerte Vorteile aus der Nutzung von Dienstwagen aus Beförderungsvorgünstigungen unter Berücksichtigung einschlägiger IATA-Bestimmungen sowie Sitzungs- und Tagegelder aus der Tätigkeit in den Aufsichtsräten verbundener Unternehmen.
MAN	keine Informationen
Metro	Zusätzlich leistete die Gesellschaft für Mitglieder des Vorstands Zahlungen zur Rückdeckung von Versorgungsleistungen sowie für Sozialversicherungsanteile und stellte Firmenwagen zur Verfügung.
Muenchner Rück	Sachbezüge/Nebenleistungen (jeweils für Gesamtvorstand ausgewiesen): Gesetzliche Sozialleistungen, Freiwillige Sozialleistungen, Dienstwagen, Gesundheitsvorsorge, Sicherheitsmaßnahmen, Versicherungen, Sonderaufwendungen, Steuer auf geldwerte Vorteile.
RWE	Die SB bestehen im Wesentlichen aus den nach steuerlichen Richtlinien anzusetzenden Werten für Dienstwagennutzung.
SAP	Beiträge zur Altersversorgung, Zuschüsse zu Versicherungen, geldwerte Vorteile aus dem zur Verfügung gestellten Firmenwagen.
Schering	Sonstiges: Geldwerte Vorteile aus der Nutzung von Dienstwagen sowie Zuschüsse zu Versicherungen und Umzugskosten. In den USA ansässige Vorstandsmitglieder erhalten Zuschüsse zu Kosten doppelter Haushaltsführung und einen Ausgleich für erhöhte Lebenshaltungskosten.
Siemens	Geldwerte Vorteile aus dem Zur-Verfügung-Stellen von Dienstwagen sowie Zuschüssen zu Versicherungen, Wohnungs- und Umzugskosten.
ThyssenKrupp	SB: im Wesentlichen aus dem nach steuerlichen Richtlinien anzusetzenden Wert von Immobilien, deren Nebenkosten sowie der Dienstwagennutzung.
TUI	keine Informationen
Volkswagen	Fixe Sachzuwendungen, insb. Überlassung von Dienstwagen.

Quelle: Geschäftsberichte (2004) der einzelnen Unternehmen. Selbsterstellt.

Im Geschäftsbericht der Allianz heißt es beispielsweise, dass die jeweiligen Positionen der geldwerten Vorteile individuell versteuert werden müssen. Im Gegensatz dazu existiert im Geschäftsbericht der Münchener Rück eine Position *Steuer auf geldwerte Vorteile*.

Sachbezüge werden als unentgeltliche oder verbilligte Überlassung von

Sachen oder durch Verfügungsstellung von Dienstleistungen zu privaten Zwecken des Arbeitnehmers (Vorstand) geleistet. Hierunter fällt beispielsweise auch die Gestellung eines Kraftfahrzeuges. Es besteht die Möglichkeit die Beträge, die für die Fahrten zwischen Wohn- und Arbeitsstätte vom Arbeitnehmer als Werbungskosten geltend gemacht werden könnten einer pauschalierten Lohnsteuer zu unterwerfen gem. § 40 Abs. 2 EStG. Diese pauschale Lohnsteuer wird vom Arbeitgeber übernommen und stellt beim Arbeitnehmer eine Einnahme gem. § 8 Abs. 1 EStG dar.

Weiterhin wird im Geschäftsbericht der Allianz ausgeführt, dass geldwerte Vorteile aus Sach- und Nebenleistungen je nach Funktion und Position des jeweiligen Vorstandsmitglieds in unterschiedlichem Umfang gewährt werden. Im Gegensatz dazu heißt es bei der Deutschen Post: Sachbezüge stehen allen Mitgliedern in gleicher Weise zu, die Höhe variiert im Hinblick auf die unterschiedliche persönliche Situation.

Obwohl nicht individualisiert sondern nur für den Gesamtvorstand ausgewiesen, erfolgt der Ausweis der Münchener Rück relativ detailliert: Die Position *Sachbezüge* wird in acht Unterpositionen aufgespalten.

Fünf der 30 DAX Unternehmen weisen auch die Sonstigen Bezüge individualisiert aus. Der Mittelwert der Position *Sonstige Bezüge* liegt bei 80,2 TEuro, der Median bei 33,7 TEuro. Da der Mittelwert größer als der Median ist, wird deutlich, dass die Verteilung nicht symmetrisch ist. Vielmehr existieren einige Ausreißer nach oben: So liegt das Maximum für diese Position bei 523,8 TEuro (Dr. Klaus Kleinfeld, Siemens).

3.3.2 Traditionelle Prinzipal-Agenten Ansätze

Problemstellung

Börsennotierte Aktiengesellschaften sind durch die Trennung von Eigentum und Leitung gekennzeichnet.⁶⁸ Die Eigentümer (Prinzipale) lassen das Unternehmen durch angestellte Manager (Agenten) leiten, diese haben jedoch inkongruente Interessen im Verhältnis zu den Eigentümern, ebenso liegen in der Regel Informationsasymmetrien vor. Der Agent wird regelmäßig einen Informationsvorsprung vor dem Prinzipal haben. Ferner kann der Prinzipal nicht ex-ante jede Entscheidungssituation antizipieren und so ein Vertragswerk mit dem Agenten formulieren, das exakte Entscheidungsregeln für die verschiedenen Situationen vorsieht. Dies führt zum Problem des Moral Hazard: Der Agent wird versuchen, seine eigenen Interessen zu verfolgen. Prinzipal-Agenten Beziehungen liegen im System der deutschen Aktiengesellschaft zum einen zwischen

- Aktionär und Aufsichtsrat,
- Aufsichtsrat und Vorstand sowie zwischen
- Aktionär und Vorstand vor.

Hinsichtlich der Beziehung Aktionär (Prinzipal) und Aufsichtsrat (Agent) soll der Aufsichtsrat die Interessen des Aktionärs hinsichtlich der Findung der Vorstandsvergütung wahrnehmen, die das Prinzipal-Agenten Problem im Hinblick auf das Verhältnis Aktionär und Vorstand löst. Generell hat der Aufsichtsrat einen Informationsvorsprung vor den Aktionären. Diese können also nur sehr begrenzt beurteilen, ob der Aufsichtsrat in ihrem Interesse handelt. Die Lösung dieses Problems wird dadurch erschwert, dass in

⁶⁸Vgl. statt vieler Shleifer/Vishny (1997), S. 740-748.

deutschen Unternehmen oftmals ehemalige Vorstände Aufsichtsratsmandate übernehmen.⁶⁹

In der Beziehung Aufsichtsrat (Prinzipal) und Vorstand (Agent) hat der Vorstand einen Informationsvorsprung gegenüber dem Aufsichtsrat, da er das Tagesgeschäft steuern muss und demnach eine größere Fülle von Detailinformationen besitzt. Dieser wird also nicht zwingend entsprechend den Präferenzen des Aufsichtsrats handeln.

Schlussendlich stehen auch Aktionär (Prinzipal) und Vorstand (Agent) in einer Prinzipal-Agenten Beziehung. Der Vorstand hat einen erheblichen Informationsvorsprung vor dem Aktionär, da dieser primär auf die vom Unternehmen zur Verfügung gestellten Informationen angewiesen ist.

Lösungsansatz im Kontext des Deutschen Corporate Governance Systems

Die vereinfachte Lösung der soeben beschriebenen Probleme liegt in der Schaffung von Anreizsystemen, die die Interessen von Prinzipal und Agent in Übereinstimmung bringen sollen. Dies kann durch monetäre (Vergütung) und nicht monetäre Anreizsysteme (etwa die Rangstellung in der Organisation) geschehen. Im Rahmen dieser Arbeit wird auf die Vergütung abgestellt, deren Zusammensetzung vom DCGK definiert wird. Die folgenden Tabellen geben Aufschluss über die Vergütung und Vergütungsstruktur in den verschiedenen Fassungen des DCGK.

Grundlegend war hier die Kodexrevision vom 21. Mai 2003, die auf die

⁶⁹Vgl. hierzu Rode (2006), S. 341 – 344

Tabelle 9: DCGK 4.2.2 Vergütung

	Fassung des DCGK vom			
	26-Feb-02	7-Nov-02	21-May-03	2-Jun-05
Beratung durch den AR und reglemäßige Überprüfung			X	X
Festgelegt durch Aufsichtsrat	X	X	X	X
Auf Grundlage einer Leistungsbeurteilung	X	X	X	X
Aufgabe des Vorstandsmitglieds	X	X	des jeweiligen Vorstandsmitglieds	des jeweiligen Vorstandsmitglieds
Persönliche Leistung			X	X
Leistung des Vorstands	X	X	X	X
Wirtschaftliche Lage	X	X	X	X
Erfolg	X	X	X	X
Zukunftsaussichten	X	X	X	X
Vergleichsumfeld	X	X	X	X

Quelle: Selbsterstellt.

persönliche Leistung des Vorstandsmitglieds, neben der Leistung des Kollegialorgans abstellt. Durch den Verweis auf die individuelle Leistung des jeweiligen Vorstandsmitglieds wird § 87 Abs.1 AktG insoweit ergänzt, als dieser lediglich auf die Aufgabe des einzelnen Vorstandsmitglieds abstellt.⁷⁰ Ebenfalls wurde klargestellt, dass im Aufsichtsrat Vergütungstransparenz herzustellen sei, wobei hier der Gesamtaufsichtsrat durch den Vergütungsausschuss informiert wird, es ist jedoch nicht auf einen Beschluss des Gesamtaufsichtsrats abgestellt, die Beschlusskompetenz soll beim Vergütungsausschuss verbleiben.⁷¹

Die monetäre Komponente zur Lösung des Prinzipal-Agenten Problems ist wie schon angesprochen die Vergütung. Diese ist durch den Vergütungsausschuss des Aufsichtsrats unter Einbeziehung der Aufgaben des jeweiligen Vorstandsmitglieds, dessen persönlicher Leistung, der Gesamtleistung des Kollegialorgans Vorstand sowie der Lage des Unternehmens individualisiert

⁷⁰Vgl. Ringleb (2005), S. 173.

⁷¹Vgl. Ringleb (2005), S. 172.

festzulegen. Durch die Einbeziehung von Konzernbezügen wird sichergestellt, dass auf die Gesamtvergütung des jeweiligen Vorstandsmitglieds abgestellt wird. Die Angemessenheit der Vergütung wird zum einen durch die Aufgabe sowie die individuelle Leistung determiniert. Im Unterschied zu § 87 AktG nimmt DCGK explizit nicht allein auf die Angemessenheit, sondern auch auf die Leistung des jeweiligen Vorstandsmitglieds Bezug.⁷²

Keine detaillierten Angaben macht der Kodex zur Leistungsbeurteilung. Diese sollte jedoch jährlich im Zusammenhang mit dem Jahresabschluss durch den Aufsichtsrat erfolgen. Individuelle Zielvereinbarungen werden Unternehmensspezifika und die Aufgabe des Vorstands auf Basis quantitativer und qualitativer Parameter beurteilen. Ein in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße starres Schema der Vergütung, wie es etwa Lücke zur Konkretisierung von § 87 AktG vorschlägt, würde dem Gedanken der individuellen Leistungsbeurteilung zuwiderlaufen.⁷³

Ziffer 4.2.2 DCGK soll vor allem die Vergütungstransparenz innerhalb des Aufsichtsrats sicherstellen. Ziffer 4.2.3 DCGK regelt die Ausgestaltung des Vergütungssystems, also die Aufteilung in fixe und variable Bestandteile, erfolgsorientierte Komponenten sowie Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung. Ebenso sollen die Anteilseigner über das Vergütungssystem informiert werden. Der oben beschriebenen Prinzipal-Agenten Problematik trägt der Kodex generell durch die Forderung Rechnung, dass die Vorstandsvergütung in fixe und variable Bestandteile aufgeteilt werden soll. Die Änderung in der Fassung vom 21. Mai 2003 spricht klarstellend von

⁷²Vgl. Ringleb (2005), S. 172.

⁷³Vgl. Lücke (2005), S. 696.

Tabelle 10: DCGK 4.2.3 Zusammensetzung der Vergütung

	Fassung des DCGK vom			
	26-Feb-02	7-Nov-02	21-May-03	2-Jun-05
Vergütung				
Fixe und variable Bestandteile	X	X	Gesamtvergütung	Gesamtvergütung
Variable Vergütung				
soll einmalige Komponenten enthalten	X	X	X	X
jährlich wiederkehrende Komponenten	X	X	X	X
an den geschäftlichen Erfolg gebunden	X	X	X	X
mit langfristiger Anreizwirkung	X	X	X & Risikocharakter	X & Risikocharakter
Sämtliche Bestandteile müssen für sich angemessen sein			X	X
Aktien der Gesellschaft mit mehrjähriger Veräußerungssperre			X	X
Aktioptionen				
Vorher festgelegte Vergleichsparameter	X	X	X anspruchsvoll & relevant	X anspruchsvoll & relevant
Nachträgliche Änderung der Vergleichsparameter ausgeschlossen			X	X
nachträgliche Änderung der Erfolgsziele ausgeschlossen	X	X	X	X
Cap vorgesehen			X	X
Vorteile müssen angemessen sein	X	X		
Ausgestaltung soll in angemessener Form bekannt gemacht werden	X	X		
Grundzüge des Vergütungssystems und die konkrete Ausgestaltung des Aktioptionsplans sollen auf der Internetseite der Gesellschaft in allgemein verständlicher Form bekannt gemacht und im Geschäftsbericht erläutert werden			X	X
Angaben zum Wert von Aktioptionen			X	X
Information der HV über die Grundzüge des Vergütungssystems durch den Vorsitzenden des Aufsichtsrats			X	X

Quelle: Selbsterstellt.

der Gesamtvergütung. In die Gesamtvergütung fließen auch Sachleistungen und Ruhegelder ein, die als Gesamtbetrag schon nach § 286 Abs. 1 Nr. 9a HGB anzugeben waren.⁷⁴ Durch den Kodex sollte die individualisierte Offenlegung erfolgen, die nun durch das VorstOG verpflichtend zu erfolgen hat. Von der Anregung hinsichtlich der Struktur der variablen Vergütung (Ziffer 4.2.3. Satz 2 DCGK) kann ohne Erklärung i.S.d. § 161 AktG abgewichen werden, da nur Abweichungen von Empfehlungen des DCGK hier zu erläutern sind.⁷⁵ In der Grundstruktur der variablen Vergütung wird in einmalige sowie jährlich wiederkehrende Komponenten unterschieden.

⁷⁴Vgl. Ringleb (2005), S. 176.

⁷⁵Vgl. Ringleb (2005), S. 177.

Diese wiederum werden in solche mit langfristiger Anreizwirkung⁷⁶ und solche mit Risikocharakter untergliedert.⁷⁷ Hiermit soll letztendlich dem Problem des Moral Hazard entgegengewirkt werden. Um besonders konkrete Vorstellungen des Prinzipals im Hinblick auf nicht wiederkehrende Entscheidungssituationen, etwa Investitionen oder Desinvestitionen umzusetzen, sind einmalige Vergütungskomponenten besonders geeignet diese umzusetzen. Auch wenn der Agent im Hinblick etwa auf eine Desinvestition eine abweichende Haltung zur Präferenz des Prinzipals aufweist, wird er durch den einmaligen monetären Anreiz im Sinne des Prinzipals handeln. Jährlich wiederkehrende Vergütungskomponenten sollen der Leistungsgerechtigkeit der Vergütung Rechnung tragen. Dadurch, dass auf den geschäftlichen Erfolg und nicht auf den Unternehmenserfolg, wie noch im Kodexentwurf vom 13. Dezember 2001 abgestellt wird, nimmt der Kodex die individuelle Leistung des Vorstandsmitglieds in seinem Geschäftsbereich zum Maßstab. Die Angemessenheit der Vergütung bezieht sich explizit auch auf das Verhältnis der Vergütungskomponenten untereinander. Hinsichtlich aktienbasierter variabler Vergütungskomponenten werden in der aktuellen Kodexversion anspruchsvolle und relevante Vergleichsparameter gefordert. Relevante Vergleichsparameter sind solche, die ebenfalls Risikocharakter aufweisen. Dadurch, dass die Wertentwicklung der Aktie an sich nicht ausgeschlossen wird, ist es möglich, dass in Übereinstimmung mit dem Kodex eine Gestaltung gewählt wird, die Windfall Profits zulässt.⁷⁸ Dies dient letztendlich nicht der Lösung des Prinzipal-Agenten Problems.

⁷⁶Vgl. Winter (1996), S. 150 ff. zu einem Überblick der Gestaltung von Managementanreizsystemen.

⁷⁷Vgl. Ringleb (2005), S. 177.

⁷⁸Vgl. Ringleb (2005), S. 178-181.

Die Gestaltungen des DCGK und des VorstOG zur Vergütung, Vergütungsstruktur und Offenlegung der Vergütung können das Prinzipal-Agenten Problem vermindern, indem Vergütungstransparenz hinsichtlich der Vorstandsvergütung geschaffen wird. Hinsichtlich der Beziehung Aktionär und Aufsichtsrat muss der Aufsichtsrat nun erläutern, wie er zu der entsprechenden Vergütungsstruktur gefunden hat. Die Offenlegung der Vorstandsvergütung machen Fraternisierungen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat schwieriger, zum einen, da nun externe Vergleiche zwischen Unternehmen der gleichen Branche und Unternehmen anderer Branchen seitens der Anteilseigner durchgeführt werden können. Die Informationsasymmetrie wird entsprechend verringert, gleiches gilt für die Kosten der Unternehmensüberwachung. Der Aktionär kann seine Stimme auf der Hauptversammlung ausüben (Voice) und in dem Fall, dass die Hauptversammlung von der Opt-Out-Klausel Gebrauch macht, gegebenenfalls seine Anteile verkaufen (Exit). Unterstellt man, dass es im Interesse des Aufsichtsrats liegt, sein Mandat zu behalten, so wird er sein Handeln, sprich die Erarbeitung der Vergütungsstruktur an den Interessen der Aktionäre ausrichten. Somit werden Agency Kosten durch die Kontrolle durch Publizität verringert.

Ähnliche Schlussfolgerungen gelten für die Beziehung zwischen Aktionär und Vorstand. Der Aktionär hat nun die Möglichkeit, die Leistung eines Vorstandsmitglieds in das Verhältnis zur Vergütung zu setzen. Gleiches gilt für potentielle neue Arbeitgeber der Vorstandsmitglieder. Da im System des VorstOG eindeutig die Vergütung personenbezogen bekannt ist, kann ein höheres Gehalt bei einem Arbeitgeberwechsel nur mit Erfolgen bei bisherigen Arbeitgebern begründet werden. Dem potentiellen neuen Arbeitgeber ist das aktuelle Gehalt nun bekannt und kann in direkte Relation zur Leistung

gesetzt werden. Als weiterer Disziplinierungsmechanismus neben der bereits beschriebenen Kontrolle durch Publizität wirkt hier auch die Kontrolle durch den Wettbewerb auf den Managermärkten.⁷⁹

Das Prinzipal-Agenten Verhältnis zwischen Vorstand und Aufsichtsrat unterliegt ohnehin der Kontrolle durch das Aufsichtsgremium im *Two Tier Model*. Eine Verringerung der Agency Kosten durch die Offenlegung der Vorstandsvergütung ist hier nicht gegeben, da der Aufsichtsrat gem. § 87 AktG die Vorstandsvergütung festlegt und somit als Kollegialorgan ohnehin um die Höhe der Vergütung und deren Struktur weiß.

Es ist festzuhalten, dass im System der Deutschen Corporate Governance durch den DCGK und die Vorschriften zu anreizkompatiblen Entlohnung ein Grundproblem des Prinzipal-Agenten Problems in Bezug auf das Verhältnis Aktionäre und Vorstand adressiert wird. Nicht hinreichend scheint hingegen der Transparenzaspekt gelöst zu sein, so dass der Gesetzgeber den Kodex hier durch das VorstOG ablösen musste. Es stellt sich allerdings die Frage, ob die adverse Publizität nicht doch im Zeitablauf zu der gewünschten Transparenz geführt hätte, dies impliziert zumindest die Unraveling Theorie.

3.3.3 Unraveling Theorie

Bilanzleser nutzen unternehmensspezifische Informationen im Rahmen der Bewertung eines Unternehmens. Somit entsteht für Unternehmen ein Anreiz, Informationen strategisch offen zu legen. Unterstellt man, dass die Bilanzadressaten rational handeln, so sind sie sich über den Informationsvorsprung des Unternehmens bewusst. Folglich werden sie in ihr Kalkül einbeziehen,

⁷⁹Vgl. Witt (2003), S. 27.

dass Unternehmen eine strategische Offenlegungspolitik verfolgen.⁸⁰

Im Folgenden wird analysiert, wie es dazu kommen kann, dass alle Unternehmen ihre Informationen offen legen. In einer Modellerweiterung wird gezeigt, dass einige Unternehmen hingegen einen Nichtausweis vornehmen, falls die Offenlegung mit Publikationskosten verbunden ist.

Im Basismodell wird angenommen, dass keine Publikationskosten existieren. Jedes Unternehmen ist im Besitz einer Information, die auf einem Intervall von $[-1; 1]$ gleichverteilt ist. Falls die Information einen positiven Wert annimmt, so führt eine Veröffentlichung der Information dazu, dass der Wert des Unternehmens und somit der Aktienkurs steigt. Falls hingegen die Information einen negativen Wert annimmt, so würde eine Publikation dieser Information den Aktienkurs reduzieren. Ausgangspunkt der Analyse sei eine Situation, in der alle Unternehmen die Information nicht offen legen. In dieser Situation würde der externe Bilanzleser den Erwartungswert bezüglich der Information von Null ansetzen, so dass die Aktienkurse aller Unternehmer sich nicht verändern.

In dieser Situation besäßen aber alle Unternehmen mit einem positiven Signal einen Anreiz, diese Information auch auszuweisen, da nach einem Ausweis auch der Aktienkurs steigen würde. Folglich würden nur jene Unternehmen intransparent bleiben, die eine negative Information besitzen. Da die Investoren dies antizipieren, würde sich der Aktienkurs aller intransparenten Unternehmen um den neuen Erwartungswert von $-0,5$ Einheiten reduzieren. Folglich hätten in dieser Situation alle jene Unternehmen einen Anreiz, die

⁸⁰Vgl. für die folgenden Ausführungen Wagenhofer/Ewert (2002), S. 279-295.

Information offen zu legen, deren Information auf dem Intervall $[-0,5;0]$ liegt. Diese Unternehmen würden sich besser stellen, ihre "leicht" negative Information offen zu legen, als den durchschnittlichen Bewertungsabschlag hinzunehmen.

Der soeben beschriebene Prozess kommt erst dann zum Erliegen, wenn alle Unternehmen ihr Signal offen gelegt haben. Im Gleichgewicht sind somit alle Unternehmen transparent und weisen ihre Information aus, unabhängig davon, ob die Information positiv oder negativ ausgeprägt ist.

In einer Modellerweiterung analysieren Wagenhofer/Ewert (2002), wie sich dieses Modellergebnis verändert, falls die Offenlegung mit Publizitätskosten verbunden ist. Publizitätskosten könnten z. B. durch Druckkosten entstehen, um diese Information publik zu machen. Nimmt man z. B. Publikationskosten in Höhe von 0,1 Geldeinheiten an, so werden nicht alle Unternehmen ihre Informationen offen legen. Vielmehr entsteht ein Nichtausweisbereich im Intervall $[-1; -0,8]$. Auf den ersten Blick vermag die obere Intervallgrenze von $-0,8$ überraschen. Jedoch ist zu berücksichtigen, dass für jene Unternehmen, die eine Information im Intervall $[-1; -0,8]$ besitzen, auf Grund der Intransparenz ein Abschlag in Höhe des Erwartungswerts von 0,9 Geldeinheiten erfolgen würde. Ein Unternehmen, welches lediglich ein negatives Signal in Höhe von z. B. $-0,82$ besäße, könnte zwar durch den Ausweis der Information im Vergleich zum durchschnittlichen Abschlag eine Aktienkurssteigerung um 0,08 Einheiten herbeiführen. Hierzu müsste das Unternehmen jedoch Publikationskosten in Höhe von 0,1 Geldeinheiten in Kauf nehmen, so dass ein Ausweis der Information unvorteilhaft wird.

Tabelle 11: Entwicklung Transparenz im Zeitablauf

	2002	2003	2004	2005
Veröffentlichung der Vorstandsbezüge auf individueller Basis	Altana, Bayer, Deutsche Bank, Deutsche Börse, SAP, Thyssen-Krupp	Deutsche Post, Deutsche Telekom, RWE	Allianz, Commerzbank, Continental, EON, Lufthansa, Metro, Schering, Siemens, TUI	Volkswagen
Veröffentlichung der Bezüge des Vorstandsvorsitzenden	Schering	Schering, Commerzbank	HypoVereinsbank, MAN, Volkswagen	

Anmerkung: Im Jahr 2004 sind die folgenden Unternehmen weiterhin intransparent im Hinblick auf die Offenlegung der Vorstandsvergütung: Adidas-Salomon, BASF, BMW, DaimlerChrysler, Fresenius Medical Care, Henkel, Infineon, Linde, Münchener Rück

Quelle: DSW-Studie: Vorstandsvergütung (2003, 2004, 2005).

Somit kann festgehalten werden, dass ein gewisser Anteil an Unternehmen keinen Ausweis vornehmen wird, wenn der Ausweis mit Publizitätskosten verbunden ist. Ferner wird der Anteil der intransparenten Unternehmen um so größer, je höher die Publizitätskosten ausfallen.

Für den in diesem Kapitel diskutierten Sachverhalt der Vorstandsvergütung sollte jedoch angenommen werden, dass die Publikationskosten für die individuelle Offenlegung der Vorstandsgehälter relativ gering ausfallen. Somit sollte bzgl. dieses Sachverhalts der Nichtausweisbereich auch relativ klein sein. Hat erst einmal ein Unternehmen damit begonnen seine Vorstandsvergütung individualisiert offen zu legen, so sollte ein Prozess in Gang gesetzt werden, der in einem Szenario der vollständigen Transparenz mündet.

Betrachtet man die für die vorliegende Untersuchung gewählte Transparenz der DAX-30 Unternehmen (vgl. Tabelle 11), so ist eine im Zeitablauf erhöhte Transparenz zu konstatieren, so wie es die Unraveling Theorie unterstellt.

Unter Umständen nimmt somit das VorstOG eine Entwicklung vorweg, die sich gemäß der hier analysierten Theorie – über die Zeit – ebenfalls eingestellt hätte.

Zu beachten ist jedoch in diesem Zusammenhang, dass z. B. die Unternehmen, die im Jahr 2004 das erste Mal ihre Vorstandsvergütung individualisiert ausweisen, in der Lage waren, die Struktur ihrer Vorstandsvergütung anzupassen. Sie waren somit in der Lage, die Ausprägung ihrer offen zu legenden Information zu beeinflussen.

3.3.4 Neuere Prinzipal-Agenten Ansätze

Im Modell von Charness und Kuhn wird gezeigt, dass im symmetrischen Fall, für den Fall $b = 0$ (Intransparenzszenario), als auch für sich $b > 0$ (Transparenzszenario) sich das Anstrengungsniveau der Agenten in beiden Szenarien nicht unterscheidet. Das Lohndifferential verringert sich allerdings im Fall $b > 0$. Für den asymmetrischen Fall wird im Transparenzszenario gezeigt, dass im Extremfall beide Agenten gleich entlohnt werden und der Unternehmensgewinn sinkt. Dies würde erklären, warum Firmen keine Transparenz in Bezug auf die Vergütung von Vorständen wünschen.

Intransparenz-Szenario im Symmetrie-Fall

Es gibt zwei Agenten, die sich bezüglich ihrer Produktivität unterscheiden. Während Agent 2 relativ produktiv ist, ist Agent 1 relativ unproduktiv. Die Effort Funktion eines Agenten lautet:

$$A = aw + b(w - w_c), \quad (1)$$

wobei w_c das Lohnniveau des jeweiligen Kollegen darstellt. Im Transparenz-Szenario ($b > 0$), in der ein Agent das Gehalt seines Kollegen beobachten

kann, führt eine Situation $w_c > w$ dazu, dass sich der Agent im horizontalen Vergleich zu seinem Kollegen ungerecht entlohnt fühlt.

Grundsätzlich handelt es sich bei diesem Modell um ein Modell der Gift-Exchange Modellklasse. Somit ist das Verhalten des Agenten nicht "optimal". Vielmehr wäre es in einem einperiodigem Spiel rational, dass Effort-Niveau auf Null zusetzen.

Die Gewinnfunktion des Unternehmens setzt sich aus den beiden Erlösfunktionen der beiden Agenten und den Lohnkosten der beiden Agenten zusammen:

$$\Pi = R(aw_1 + b(w_1 - w_2)) + \theta R(aw_2 + b(w_2 - w_1)) - w_1 - w_2 \quad (2)$$

Bezüglich des Parameters θ wird angenommen, dass $\theta > 1$ gilt. Über diesen Parameter wird die höhere Produktivität des zweiten Agenten abgebildet. Ferner wird angenommen, dass die Ertragsfunktion positiv vom Anstrengungsniveau abhängt ($R(A)' > 0$), dieser Effekt jedoch mit zunehmender Anstrengung abnimmt ($R(A)'' < 0$).

Im Folgenden werden die notwendigen Bedingungen für ein Gewinnmaximum abgeleitet. Die erste notwendige Bedingung lautet:

$$\frac{\partial \Pi}{\partial w_1} = (a + b) \frac{\partial R(A_1)}{\partial w_1} - b\theta \frac{\partial R(A_2)}{\partial w_1} - 1 = 0$$

Somit gilt:

$$aR'(A_1) + b[R'(A_1) - \theta R'(A_2)] = 1 \quad (3)$$

Die zweite notwendige Bedingung lautet:

$$\frac{\partial \Pi}{\partial w_2} = -b \frac{\partial R(A_1)}{\partial w_2} + (a+b)\theta \frac{\partial R(A_2)}{\partial w_2} - 1 = 0$$

Somit gilt:

$$\theta a R'(A_2) + b[\theta R'(A_2) - R'(A_1)] = 1 \quad (4)$$

Falls $b = 0$, dann vereinfacht sich Gleichung (3) zu $aR'(A_1) = 1$ und Gleichung (4) zu $\theta a R'(A_2) = 1$. Somit gilt $R'(A_1) = \frac{1}{a}$ und $R'(A_2) = \frac{1}{\theta a}$. Da $\theta > 1$, gilt $R'(A_1) > R'(A_2)$. Da angenommen wurde, dass die Grenzproduktivität eines zusätzlichen Efforts abnehmend ist ($R'' < 0$), gilt somit: $A_2 > A_1$. Der produktivere Agent wird somit höhere Anstrengungen in Kauf nehmen. Da $A_2 > A_1$, gilt auf Grund der Gleichung (1) im Fall $b = 0$ auch $w_2 > w_1$.

Im Folgenden wird ein hochgestellter Index e verwendet, um die Effort-Levels und Lohnniveaus in diesem Basisszenario zu kennzeichnen. Es gilt somit: $A_2^e > A_1^e$ und $w_2^e > w_1^e$.

- Der produktivere Agent erhält einen höheren Lohnsatz.
- Der produktivere Agent nimmt höhere Anstrengungen in Kauf.⁸¹

Transparenz-Szenario im Symmetrie-Fall

Man nehme an, dass $R'(A_1) < \theta R'(A_2)$ ist. In der Gleichung (3) wäre dann der Ausdruck in der eckigen Klammer negativ, so dass $aR'(A_1) > 1$. In der

⁸¹Kritik: Es wird unterstellt, dass die Agenten im Szenario der Intransparenz keine Erwartungen über das Lohnniveau des jeweils anderen Agenten bilden. Diese Annahme ist aber im Fall einer Vorstandsvergütung sicherlich nicht erfüllt.

Gleichung (4) wäre dann der Ausdruck in der eckigen Klammer positiv, so dass $\theta aR'(A_2) < 1$ sein muss. Dies würde dann jedoch der grundlegenden Annahme widersprechen.

Man nehme an, dass $R'(A_1) > \theta R'(A_2)$ ist. In der Gleichung (3) wäre dann der Ausdruck in der eckigen Klammer positiv, so dass $aR'(A_1) < 1$. In der Gleichung (4) wäre dann der Ausdruck in der eckigen Klammer negativ, so dass $\theta aR'(A_2) > 1$ sein muss. Dies würde dann jedoch der grundlegenden Annahme widersprechen.

Fazit: Es gibt nur ein Effort-Level, bei dem die beiden notwendigen Bedingungen erfüllt sind. Im symmetrischen Fall gilt somit stets $A_1 = A_1^e$ sowie $A_2 = A_2^e$. Da $A_1 = A_1^e < A_2 = A_2^e$, wird der produktivere Agent weiterhin höhere Anstrengungen in Kauf nehmen.

Zusammenhang zwischen Effort und Lohnniveau

Im Anhang 3.6 werden die beiden Lohnniveaus bestimmt:⁸²

$$w_1 = \frac{bA_2 + (a + b)A_1}{a^2 + 2ab} \quad (5)$$

$$w_2 = \frac{bA_1 + (a + b)A_2}{a^2 + 2ab} \quad (6)$$

Somit gilt:

$$w_1 = \frac{aA_1 + bA_1 + bA_2}{a^2 + 2ab} \quad (7)$$

$$w_2 = \frac{aA_2 + bA_1 + bA_2}{a^2 + 2ab} \quad (8)$$

⁸²Diese Gleichung stimmt dann mit Gleichung (5 und 6) aus dem Originaltext überein.

Da $A_1 = A_1^e < A_2 = A_2^e$, nimmt der produktivere Agent höhere Anstrengungen in Kauf. Auf Grund der Tatsache, dass $aA_1 < aA_2$, folgt somit auch, dass der produktivere Agent einen höheren Lohn erhält ($w_2 > w_1$).

Bestimmung der Kosten für den Arbeitseinsatz

Für die Arbeitskosten ($w_1 + w_2$) resultiert aus den Gleichungen (5) und (6):

$$w_1 + w_2 = \frac{bA_2 + (a+b)A_1}{a^2 + 2ab} + \frac{bA_1 + (a+b)A_2}{a^2 + 2ab} \quad (9)$$

Sortiert man die unterschiedlichen A_1 und A_2 Terme, so folgt:

$$w_1 + w_2 = \frac{(a+b+b)A_2 + (a+b+b)A_1}{a^2 + 2ab} \quad (10)$$

Klammert man im Zähler $(a+2b)$ aus, so gilt:

$$w_1 + w_2 = \frac{(a+2b)(A_2 + A_1)}{a(a+2b)} \quad (11)$$

Kürzt man den Ausdruck $(a+2b)$, so gilt:

$$w_1 + w_2 = \frac{A_2 + A_1}{a} \quad (12)$$

Somit können die folgenden Erkenntnisse gewonnen werden:

- Die Lohnsumme und somit die Kosten sind unabhängig von b .
- Die Efforts und somit die Erträge sind unabhängig von b .
- Da die Kosten und die Erlöse unabhängig von b sind, sind auch die Gewinne unabhängig von b .

Veränderung der Lohnsätze in Abhängigkeit von b

Im Anhang 3.6 wird die Reaktion der beiden Lohnsätze auf eine Veränderung von b bestimmt.⁸³

$$\frac{dw_1}{db} = \frac{a(w_2 - w_1)}{a^2 + 2ab} \quad (13)$$

Da $w_2 > w_1$, ist $\frac{dw_1}{db} > 0$. Somit wird das Unternehmen den Lohnsatz des unproduktiveren Agenten erhöhen.

$$\frac{dw_2}{db} = \frac{a(w_1 - w_2)}{a^2 + 2ab} \quad (14)$$

Da $w_2 > w_1$, ist $\frac{dw_2}{db} < 0$. Somit wird das Unternehmen den Lohnsatz des produktiveren Agenten reduzieren.

Proof 3:

$$\frac{w_2 - w_1}{w_2^e - w_1^e} = \frac{a}{a + 2b} = \frac{1}{1 + \frac{2b}{a}} < 1 \quad (15)$$

Da der Ausdruck kleiner als Eins ist, wird das Lohndifferenzial im Szenario $b > 0$ gegenüber dem Basisszenario verringert.

Transparenz-Szenario im Asymmetrie-Fall

Im Asymmetrie-Fall wird angenommen, dass ein Agent nur dann auf eine Lohndifferenz reagiert, wenn er selber weniger verdient als sein Kollege. Falls er jedoch mehr verdient, bezieht er dies nicht in sein Kalkül ein. Somit gilt: $A = aw + b\delta(w - w_c)$ wobei die Funktion $\delta(w - w_c) = w - w_c$ falls $w - w_c < 0$ und $\delta(w - w_c) = 0$ falls $w - w_c > 0$.

⁸³Diese Gleichungen stimmen dann mit den Gleichungen (P7 und P8) aus dem Originaltext überein.

Es sei angenommen, dass der produktivere Agent niemals ein geringeres Gehalt bekommt als der unproduktivere Agent ($w_2 > w_1$). Somit gilt für die beiden Effort Funktionen:

$$A_1 = aw_1 + b(w_1 - w_2) \quad (16)$$

$$A_2 = aw_2 \quad (17)$$

Agent 1 bezieht somit seine "horizontal ungerechte Entlohnung" in sein Effortkalkül ein. Agent 2 richtet seinen Effort nur an seinem eigenen Lohnniveau aus, da er sich nicht ungerecht entlohnt fühlt. Somit verändert sich die Gewinnfunktion zu:

$$\Pi = R(aw_1 + b(w_1 - w_2)) + \theta R(aw_2) - w_1 - w_2 \quad (18)$$

Somit lauten die beiden neuen notwendigen Bedingungen:

$$\begin{aligned} \frac{\partial \Pi}{\partial w_1} &= (a + b) \frac{\partial R(A_1)}{\partial w_1} - 1 = 0 \\ (a + b)R'(A_1) &= 1 \end{aligned} \quad (19)$$

bzw.

$$R'(A_1) = \frac{1}{(a + b)}. \quad (20)$$

Für den Fall $b = 0$ resultiert aus der Gleichung (3) $aR'(A_1^e) = 1$ und somit

$$R'(A_1^e) = \frac{1}{a} \quad (21)$$

Somit gilt $R'(A_1^e) > R'(A_1)$, so dass folgt: $A_1 > A_1^e$.

Der unproduktivere Agent wird sich mehr anstrengen als im Basisszenario ($b = 0$).

Die zweite notwendige Bedingung lautet:

$$\begin{aligned} \frac{\partial \Pi}{\partial w_2} &= -b \frac{\partial R(A_1)}{\partial w_2} + a\theta \frac{\partial R(A_2)}{\partial w_2} - 1 = 0 \\ \theta a R'(A_2) - b R'(A_1) &= 1 \end{aligned} \quad (22)$$

Für den Fall $b = 0$ resultiert aus der Gleichung (4) $\theta a R'(A_2^e) = 1$ und somit

$$R'(A_2^e) = \frac{1}{\theta a} \quad (23)$$

Setzt man Gleichung (20) in die Gleichung (22) ein, so folgt:

$$\theta a R'(A_2) - \frac{b}{(a+b)} = 1 \quad (24)$$

Dividiert man durch θa , so folgt:

$$R'(A_2) = \frac{1}{\theta a} + \frac{b}{\theta a(a+b)} \quad (25)$$

Somit gilt $R'(A_2) > R'(A_2^e)$, so dass folgt: $A_2 < A_2^e$. Der produktivere Agent wird im Vergleich zum Basisszenario seinen Arbeitseinsatz reduzieren.

Ferner gilt nach Umformung der Gleichung (24):

$$\theta a R'(A_2) = \frac{a+b}{a+b} + \frac{b}{a+b} \quad (26)$$

Somit folgt auch:

$$\theta a R'(A_2) = \frac{a+2b}{a+b} \quad (27)$$

Diese Gleichung stimmt mit Gleichung (P12) im Originaltext überein.

Proof 5: Auswirkungen auf die beiden Lohnsätze

Für die Effortfunktionen gilt:

$$A_1 = aw_1 + b(w_1 - w_2) \quad (28)$$

$$A_2 = aw_2 \quad (29)$$

Somit gilt für die beiden Lohnsätze:⁸⁴

$$w_2 = \frac{A_2}{a} \quad (30)$$

$$w_1 = \frac{A_1 + bw_2}{a + b} \quad (31)$$

Setzt man w_2 in w_1 ein, so erhält man:

$$w_1 = \frac{A_1 + \frac{b}{a}A_2}{a + b} \quad (32)$$

Erweitert man den Bruch mit a , so folgt:⁸⁵

$$w_1 = \frac{aA_1 + bA_2}{a(a + b)} \quad (33)$$

- Es kann somit gezeigt werden, dass A_2 sinkt, so dass w_2 sinkt.
- Was passiert mit w_1 ? w_1 müßte eigentlich steigen, da A_1 steigt aber immer noch $A_2 > A_1$ gelten sollte.

Herleitung w_2/w_1 (Gleichung P15): Auswirkungen auf die Lohnrelation

Für das Verhältnis von w_2 und w_1 resultiert dann (siehe Anhang S. 131):

$$\frac{w_2}{w_1} = \frac{(1 + \frac{b}{a})A_2}{A_1 + \frac{b}{a}A_2} \quad (34)$$

⁸⁴Dies ist Gleichung (P14) im Originalpaper.

⁸⁵Dies ist Gleichung (P13) im Originaltext.

Im Basiszenario galt:

$$\frac{w_2^e}{w_1^e} = \frac{A_2^e}{A_1^e}. \quad (35)$$

Nun ist zu berücksichtigen, dass auf Grund der Assymetrieannahme sich die Efforts der beiden Agenten gegenüber dem Basisszenario verändert haben: Der unproduktivere Agent legt mehr Effort an den Tag ($A_1 > A_1^e$) und der produktivere Agent legt weniger Affort an den Tag ($A_2 < A_2^e$). Ein Vergleich der Gleichungen (59) und (60) liefert somit:

$$\frac{w_2}{w_1} < \frac{w_2^e}{w_1^e} \quad (36)$$

Somit ist die Lohnrelation w_2/w_1 im asymmetrischen Fall geringer als im Basisszenario.

Im Originaltext wird anhand eines Beispiels gezeigt, dass im Extremfall beide Agenten gleich entlohnt werden.

Fazit

Traditionelle Principal Agent Modell können erklären, warum der Aktionär (Prinzipal) generell Informationen über die Struktur der Vergütung des Vortands benötigt, um einschätzen zu können ob das Vergütungssystem anreizkompatibel ist. Jedoch kann hiermit nicht der geforderte individualisierte Ausweis der Vorstandsvergütung erklärt werden.

Im Modell von Charness/Kuhn (2004) werden zwei unterschiedlich produktive Agenten betrachtet, die in die Erbringung ihres Arbeitseinsatzes (Effort) sowohl die eigene Entlohnung, als auch die des anderen Agenten einbeziehen. Charness/Kuhn (2004) unterscheiden ein symmetrisches, als

auch ein asymmetrisches Szenario. Symmetrisch bedeutet in diesem Modell, dass der Agent sowohl auf Über-, als auch Unterbezahlung des anderen Agenten reagiert. Asymmetrisch bedeutet, dass lediglich auf die eigene Unterbezahlung reagiert wird.

Als Ergebnis ist festzuhalten, dass im symmetrischen Szenario, sowohl im intransparenten, als auch im transparenten Fall der produktivere Agent einen höheren Lohnsatz erhält und der produktivere Agent höhere Anstrengungen in Kauf nimmt. Im symmetrischen Szenario ist es unter keinen Umständen für das Unternehmen optimal die unterschiedlich produktiven Agenten gleich zu entlohnen.

Im asymmetrischen Fall hingegen wird der unproduktivere Agent höhere Anstrengungen und der produktivere Agent geringere Anstrengungen in Kauf nehmen. Dies kann dazu führen, dass gewinnmaximierende Unternehmen beide Agenten gleich entlohnen und der Unternehmensgewinn sinkt. Charness/Kuhn (2004) folgern, dass es in diesem Modell für das Unternehmen optimal wäre, die Entlohnung nicht offen zulegen.

3.3.5 Equity Theorie

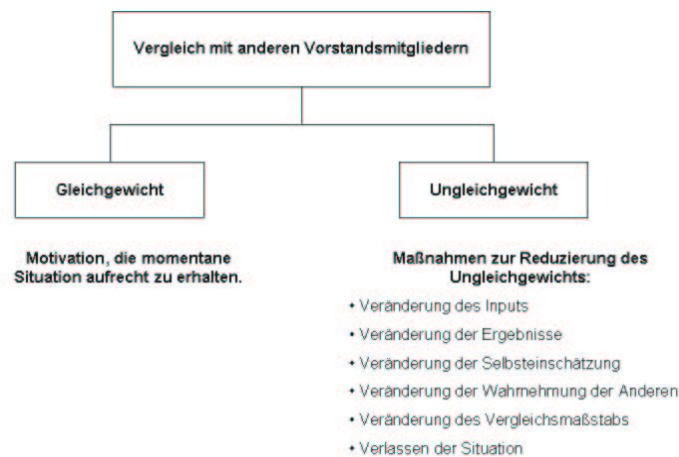
In dem zuvor dargestellten Modell von Charness/Kuhn (2004) wird vernachlässigt, dass die Agenten auch Erwartungen in Bezug auf die Entlohnung des jeweils anderen Agenten bilden und ihren Arbeitseinsatz hiernach ausrichten. Des Weiteren wird unterstellt, dass die Vorstandsmitglieder lediglich ihre Gehälter miteinander vergleichen, den individuellen Arbeitseinsatz jedoch nicht in den Vergleich einbeziehen. Diese Modellschwäche wird in der

Equity Theorie von Adams (1963) berücksichtigt. In seinem Modell gilt im Gleichgewicht:

$$\frac{w_i}{A_i} = \frac{w_j}{A_j} \quad (37)$$

Es wird also auf den relativen Lohn abgestellt, der Lohnsatz wird ins Verhältnis zum Arbeitseinsatz gesetzt. Die folgende Graphik verdeutlicht verschiedene Reaktionen, die einen Anpassungsprozess an ein Gleichgewicht in Gang setzen.

Abbildung 7: Equity Theorie



Quelle: Vgl. Moorhead/Griffin (2004), S. 141.

Wie Abbildung 7 verdeutlicht, bestehen folgende Möglichkeiten der Reaktion auf eine Gleichgewichts- bzw. Ungleichgewichtssituation: Befindet sich ein Agent im Gleichgewicht, so besteht ein Anreiz, dass diese Situation Bestand hat, so dass der Agent seinen Arbeitseinsatz weder erhöhen noch reduzieren wird. Im Szenario eines Ungleichgewichts bestehen hingegen folgende Reaktionsmöglichkeiten: Zum einen hat der Agent die Möglichkeit, seine

Arbeitsanstrengungen zu reduzieren. Ferner könnte der Agent versuchen, in Verhandlungen höhere Lohnsteigerungen durchzusetzen als sein Vorstandskollege.

Des Weiteren könnte der Agent dazu übergehen, seine Einschätzung bzgl. des eigenen Arbeitseinsatzes bzw. des seines Kollegen kritisch zu hinterfragen. Auf diese Weise kommt der Agent dann u. U zu der Erkenntnis, dass er seinen eigenen Arbeitseinsatz zu hoch und den des Kollegen zu niedrig eingeschätzt hat. Ferner besteht die Möglichkeit, dass er eine andere Person als Vergleichsmaßstab heranzieht. So bestünde z. B. die Möglichkeit, dass sich der Vorstand-Finanzasien sich nicht mit dem Vorstandsvorsitzenden vergleicht, sondern mit seinem Personalvorstand. Als weitere Reaktion auf eine Ungleichgewichtssituation benennen Moorhead/Griffin (2004) die Möglichkeit, das Unternehmen zu verlassen und sich beispielsweise eine neue Aufgabe in einem anderen Unternehmen zu suchen.

Neben den von Moorhead/Griffin (2004) genannten Reaktionen besteht auch noch die Möglichkeit, dass ein Agent seinen Kollegen auffordert, bei gegebenem Gehalt eine höhere Anstrengung an den Tag zu legen. Ferner könnte er auch versuchen, das Gehalt seines Gegenübers zu reduzieren.

In diesem Zusammenhang ist wichtig zu betonen, dass die Möglichkeit einen Vergleich durchzuführen nicht davon abhängt, ob das Gehalt für alle Agenten transparent ist. Vergleiche werden auch stattfinden, wenn die Gehälter intransparent wären. Ein wichtiger Unterschied besteht jedoch darin, dass sich Agent j im intransparenten Szenario Erwartungen über das Gehaltsni-

veau des Vorstandskollegen i bilden muss, um den Vergleich durchzuführen.

$$E_j[w_i] = \Psi w_i \quad (38)$$

Falls $\Psi = 1$, so wird das Gehaltsniveau korrekt eingeschätzt. Falls jedoch $\Psi > 1$ ($\Psi < 1$), so wird das Gehalt des Kollegen überschätzt (unterschätzt). Winter (1996, S. 192) argumentiert, dass im Durchschnitt das Gehaltsniveau des Kollegen überschätzt wird ($\Psi > 1$). Somit gilt in jeder potenziellen Gleichgewichtssituation sowohl

$$\frac{w_i}{A_i} < \frac{E_i[w_j]}{A_j} \quad (39)$$

als auch

$$\frac{E_j[w_i]}{A_i} > \frac{w_j}{A_j} \quad (40)$$

Dies bedeutet: Sowohl Agent i als auch Agent j fühlen sich ungerecht entlohnt, obwohl sie objektiv betrachtet – d. h. in Relation zu ihrem Arbeitseinsatz und der tatsächlichen Entlohnung – "fair" entlohnt werden.

Bei gegebenem Anstrengungsniveau fühlt sich jeder der beiden Personen i und j unterbezahlt, so dass die Lohnansprüche der Agenten steigen. Sieht man hingegen das Anstrengungsniveau eines Agenten als Funktion des Anstrengungsniveaus seines Kollegen und des geschätzten Lohndifferentials, so werden alle Mitglieder des Vorstands ein geringeres Anstrengungsniveau an den Tag legen.

In einem solchen Szenario hätte der Prinzipal (Aufsichtsrat/Aktionär) die Möglichkeit, durch eine konsequente Offenlegung der Gehaltsstruktur die Unsicherheit in der Erwartungsbildung zu beseitigen und die Verzerrung zu

eliminieren. Eine Transparenz hätte in diesem Szenario zur Folge, dass bei gegebenem Lohnniveau alle Vorstandsmitglieder ein höheres Anstrengungsniveau wählen würden.

Das Modell der Equity Theorie ist m. E. geeignet, die Konsequenzen einer erhöhten Transparenz abzuleiten. Wie gezeigt wurde, hängen die gesamten Reaktionen entscheidend von der Größe des Parameters Ψ ab. Wird das Gehaltsniveau des Vorstandskollegen i. d. R. unterschätzt, so hat die gesteigerte Transparenz einen negativen Einfluss auf die Motivation. Winter (1996, S. 192) ist jedoch davon überzeugt, dass das Gehalt von Kollegen i. d. R. überschätzt wird. Somit würde eine gesteigerte Transparenz einen positiven Einfluss auf die Motivation ausüben.

3.3.6 Bidding-Up Theorie

Sowohl in dem von Charness/Kuhn (2004) erweiterten Prinzipal-Agenten Ansatz als auch im Rahmen der Equity Theorie wird auf Fairnessaspekte abgestellt. Vorstandsmitglieder vergleichen ihre Entlohnung bzw. Entlohnung im Verhältnis zum Effort um zu überprüfen, ob die Höhe der Entlohnung als fair angesehen werden kann. In beiden Ansätzen wird eine interne Unternehmensperspektive eingenommen, d. h. die Vergleiche finden nur zwischen den Vorstandsmitgliedern eines Unternehmens statt.

Bereits in Abschnitt 3.2.1 wurde jedoch bereits darauf hingewiesen, dass gemäß 4.2.2 DCGK der Aufsichtsrat in die Entscheidungsfindung in Bezug auf das Gehaltsniveau auch den Erfolg und die Zukunftsaussichten eines Unternehmens einfließen lassen soll. Dies soll *unter Berücksichtigung des Vergleichumfelds* des Unternehmens geschehen. Somit wird deutlich, dass

bei der Festsetzung des Gehalts auch ein Vergleich zwischen verschiedenen Unternehmen vorgenommen werden soll.

Diesen Aspekt greifen Ezzamel/Watson (1998) auf und argumentieren, dass durch die mit der Offenlegung verbundenen erhöhten Transparenz auch der Lohnvergleich zwischen Unternehmen erleichtert wird. Legen alle Unternehmen ihre Vorstandsvergütungen offen, so kann ein – um verschiedene Kontrollvariablen korrigierter – Durchschnittslohn berechnet werden. Somit kann ein jedes Vorstandsmitglied eines jeden Unternehmens feststellen, ob es über- oder unterdurchschnittlich bezahlt wird. Die durchschnittliche Vorstandsvergütung wird vor diesem Hintergrund zu einer zentralen Heuristik im Lohnfestsetzungsprozess durch den Aufsichtsrat bzw. das Board, ein Phänomen, welches auch von Baker/Jensen/Murphy (1988) beschrieben wird.

Unterdurchschnittlich bezahlte Vorstände werden u. U. einen Anreiz verspüren, eine neue Position in einem anderen Unternehmen anzustreben. Um diesen Schritt zu verhindern, wird das im amerikanischen System existierende Compensation Committee eine Lohnanpassung vornehmen.

Ezzamel/Watson (1998) argumentieren, dass bezüglich einer Lohnangleichung Asymmetrien existieren. Sie vertreten die Ansicht, dass Lohnsteigerungen für unterbezahlte Vorstände schneller vorgenommen werden und leichter durchsetzbar sind, als Lohnreduktionen überbezahlter Vorstände. Dies hat zur Folge, dass das durchschnittliche Lohnniveau durch die erhöhte Transparenz ansteigt, was weitere Anpassungen der Vorstandsentslohnung nach sich zieht. Dieser Effekt wird von Ezzamel/Watson (1998) auch als

Bidding-Up Effekt bezeichnet.

Im Rahmen des Anpassungsprozesses wäre dann die Lohnentwicklung weitestgehend losgelöst vom wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens, eine empirische Beobachtung, die beispielsweise von Jensen/Murphy (1990) gemacht wurde.

Der Bidding-up Effekt würde generell erklären, warum Unternehmen⁸⁶ keine Offenlegung der Vorstandsvergütung wollen, würde dies doch tendenziell zu einer höheren Vergütung führen. Das Argument wird allerdings insofern relativiert, als bereits vor Einführung des VorstOG die großen Personalberatungen wie *Kienbaum* oder *Michael Page* regelmäßig Referenzgehälter ermitteln, die öffentlich zugänglich sind. Ferner waren in der Vergangenheit die Gesamtbezüge aller Vorstandsmitglieder eines Unternehmens kein Geheimnis, so dass ein Vergleich zwischen den Unternehmen durchaus stattfinden konnte.

3.3.7 Neue Politische Ökonomie

Im Kontext der Neuen Politischen Ökonomie wird von der gleichartigen Struktur politischer und ökonomischer Entscheidungen ausgegangen. Die Theorie rationaler Entscheidungen wird im Rahmen der Analyse politischer Entscheidungen genutzt. Entscheidungen werden in diesem Kontext durch Wahl- oder Verhandlungssysteme getroffen. Das In-Kraft-Treten VorstOG ist unter Umständen nicht durch das klassische Argument zu begründen, dass der Nutzen dieser Politikmaßnahme größer als die damit verbundenen

⁸⁶Genau genommen sollte lediglich der Prinzipal (Aktionär) kein Interesse an der Offenlegung haben. Die Agenten (Vorstände) selber könnten jedoch durchaus von der erhöhten Transparenz profitieren, so dass dies durchaus in ihrem eigenen Interesse wäre.

Kosten ist. Vielmehr wurde durch die öffentlich Debatte über die Vorstandsvergütung auf die subjektiv empfundene Fairness bzw. Angemessenheit⁸⁷ der Vorstandsvergütung abgestellt, so dass u. U. die Meinung des Medianwählers beeinflusst wurde.⁸⁸

Im Gesetzenwurf zum VorstOG vom 18.05.2005 führt die Bundesregierung an, das Ziel des Gesetzes bestünde darin, den Anlegerschutz zu verbessern. Weiter wird ausgeführt, dass die freiwillige Selbstverpflichtung durch den DCGK als nicht ausreichend erachtet wird.⁸⁹ In der Beschlussfassung zum VorstOG durch den Bundestag wird weiter angeführt, dass die individualisierte Offenlegung für den Anleger wichtig sei.⁹⁰ Eine ökonomische Begründung, die auf einen eventuell vorhandenen Nutzen für den externen Bilanzadressaten eingeht, wird jedoch nicht geliefert. Die Position der Bundesregierung wird gestützt durch die Meinung der Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW). Die DSW führt als Begründung an, die Kapitalmärkte bzw. Anleger würden mehr Transparenz fordern.⁹¹

Das Deutsche Aktieninstitut (DAI) sieht im Gegensatz zum Gesetzgeber und DSW die vor In-Kraft-Treten des VorstOG bestehende Rechtslage als ausreichend an. Das DAI befürchtet, dass das In-Kraft treten des VorstOG die Akzeptanz des DCGK insgesamt in Frage stellt.⁹² Das gleiche Argument wird von den Spitzenverbänden der Deutschen Wirtschaft hervorgebracht.⁹³

⁸⁷Vgl. Bernhard (2004), S. 404 f. zur Frage der Diskussion der Angemessenheit der Vorstandsvergütung.

⁸⁸Vgl. hierzu Fritsch/Wein/Ewers (2005), S. 399 – 402.

⁸⁹Vgl. Bundesregierung (2005).

⁹⁰Vgl. Deutscher Bundestag (2005), S. 1.

⁹¹Vgl. DSW (2005).

⁹²Vgl. DAI (2005), S. 1-2.

⁹³Vgl. BDI/BDA/GDV (2005), S. 2.

Dieses Argument überzeugt insoweit, als durch das VorstOG das grundsätzliche Prinzip des *Comply or Explain* durchbrochen wird.

Die Motivation des Gesetzgebers das VorstOG in Kraft treten zu lassen, ist durch den Ansatz der Neuen Politischen Ökonomie zu erklären. Der Nutzen dieser Politikmaßnahme wird nicht ausreichend erläutert. Somit könnte die Motivation darin bestanden haben, den Präferenzen des Medianwählers zu entsprechen. Die Begründung zum Gesetz verkennt, dass es durchaus Argumente, auch aus Unternehmenssicht für eine erhöhte Vergütungstransparenz gibt, wie das Modell von Adams (1963) zeigt. Diese Argumentation wird jedoch nicht zur Begründung herangezogen.

3.4 Offenlegungspraxis der DAX-30 Unternehmen

3.4.1 Vorliegende empirische Untersuchungen für den Deutschen Kapitalmarkt

Die bestehenden empirischen Untersuchungen zur Vorstandsvergütung lassen sich in zwei Kategorien einteilen. Kategorie eins untersucht die Transparenz der Vorstandsvergütung bzw. die Entsprechung mit dem DCGK. Studien der zweiten Kategorie analysieren die Determinanten der Höhe der Vorstandsvergütung.

In Studien der ersten Kategorie untersuchen sowohl Fondsgesellschaften als auch Institute in regelmäßigen Abständen die Entwicklung der Transparenz der Vorstandsvergütung. In der Regel wird hierbei auf ein Scoring Modell zurückgegriffen. So führt die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) jährlich eine Untersuchung der Offenlegungspraktiken der DAX-30 Unternehmen durch. Die Parameter Veröffentlichungsort, Verständ-

lichkeit der Darstellung der Vergütungsstruktur sowie Verständlichkeit der Darstellung der einzelnen Vergütungsbestandteile werden insgesamt mit bis zu 20 Punkten bewertet. In Abhängigkeit von der erreichten Punktzahl wird eine Bewertung von $1 = \textit{sehr gut}$ bis $5 = \textit{mangelhaft}$ erteilt. Für die letzte veröffentlichte Untersuchung der Dax-30 Unternehmen für das Jahr 2004 werden zwei Unternehmen (SAP, RWE) mit gut, zehn mit befriedigend (Lufthansa, Siemens, Schering, TUI, Metro, Allianz, EON, Thyssen Krupp, Deutsche Telekom und Deutsche Post), 16 mit ausreichend (Münchner Rück, Deutsche Bank, Bayer, Altana, Henkel BMW, HypoVereinsbank, Adidas-Salomon, BASF, Continental, MAN, VW Commerzbank, Deutsche Börse, Linde und Daimler Chrysler) und zwei mit mangelhaft (Infineon und Fresenius Medical Care) bewertet.

Die Fondsgesellschaft Union Investment (2005) untersucht ebenfalls die Transparenz der Aktienoptionsprogramme der DAX-30 Gesellschaften. Für die 22 Unternehmen, die ein Aktienoptionsprogramm aufgelegt haben, wird anhand eines Scoringsystems eine Note von 1 bis 5 im Hinblick auf die Parameter Renditeziele, Eigeninvestment, Umfang des Programms sowie Bilanzierung vergeben. Die Analyse bleibt allerdings auf Aktienoptionsprogramme beschränkt. Als Durchschnittsnote wurde eine 2,7 vergeben.

Die Unternehmensberatung Towers Perrin (2005) untersucht für die DAX und MDAX Unternehmen die Entsprechung der Unternehmen mit dem DCGK und mithin auch die Entsprechung mit Ziffer 4.2.4 DCGK. Hiernach entsprechen im Jahr 2004 42 % dem DCGK 4.2.4 .

Im Rahmen der Erhebung des Berlin Center for Corporate Governance

Tabelle 12: Entsprechung mit DCGK 4.2.4

Kodex Report 2005	DAX	Tec DAX	MDAX	SDAX	Prime	General	Gesamt
DCGK 4.2.4 Satz 1	96,6 %	100,0 %	93,8 %	81,8 %	80,4 %	53,4 %	78,4 %
DCGK 4.2.4 Satz 2	69,0 %	66,7 %	37,5 %	27,3 %	25,0 %	20,3 %	34,5 %
Kodex Report 2004	DAX	Tec DAX	MDAX	SDAX	Prime	General	Gesamt
DCGK 4.2.4 Satz 1	96,4 %	100,0 %	90,9 %	85,7 %	68,3 %	50,0 %	72,9 %
DCGK 4.2.4 Satz 2	32,1 %	71,4 %	24,2 %	14,3 %	23,8 %	13,5 %	23,3 %
Kodex Report 2003	DAX	MDAX	NEMAX	SDAX	Sonstige		Gesamt
DCGK 4.2.4	100,0 %	92,8 %	90,0 %	85,7 %	68,2 %		79,4 %

Quelle: Vgl. v. Werder/Talaulicar/Kolat (2003-2005).

(BCCG) erfolgt die Generierung der Daten mit Hilfe eines Fragebogens und einem stichprobenhaften Validierungsverfahren der gegebenen Antworten. Die Grundgesamtheit der befragten Unternehmen umfasst alle Unternehmen, die nach Angabe der Deutschen Börse an der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet sind.⁹⁴ Insbesondere der mit der Kodexrevision vom 21. Mai 2003 geänderte Satz 2 zu Ziffer 4.2.4. DCGK wird von gerade einem Drittel der Unternehmen erfüllt. Die Ergebnisse der Untersuchung des BCCG sind in Tabelle 12 zusammengefasst.

So wird vom Gesetzgeber denn auch die nicht als ausreichend erachtete Anzahl von Unternehmen, die DCGK 4.2.4 entsprechend, als Begründung zum VorstOG angeführt.⁹⁵

Conyon/Schwalbach (2000) untersuchen den Zusammenhang zwischen Vergütungsunterschieden von Vorständen in verschiedenen europäischen Ländern und den Zusammenhang mit dem jeweiligen Corporate Governance System. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass Position und Firmengröße die

⁹⁴Vgl. v. Werder/Talaulicar (2005), S. 841.

⁹⁵Vgl. Deutscher Bundestag, Rechtsausschuss (2005), S. 1.

Vergütung determinieren, jedoch auch länderspezifische Unterschiede in den Corporate Governance Systemen die Vergütung beeinflussen.

Schwalbach/Graßhoff (1996) untersuchen den Zusammenhang zwischen Managervergütung und Unternehmenserfolg für deutsche Industrieunternehmen anhand einer Erhebung der Kienbaum Vergütungsberatung für den Zeitraum 1988-1992 sowie einem selbst erstellten Datensatz aus mehreren Datenquellen für den Zeitraum 1968-1990. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass die Unternehmensgröße – gemessen an der Zahl der Beschäftigten – einen stärkeren Einfluss auf die Vergütung als die Umsatzrendite besitzt. Diese Untersuchung greift allerdings nicht auf offen gelegte personenspezifische Informationen zurück.

3.4.2 Analyse der Entsprechenserklärungen der Nicht-Offenleger

Im Rahmen einer Analyse der Begründungen der Nicht-Offenlegung der Vorstandsvergütung soll untersucht werden, ob eine ökonomische oder formaljuristische Begründung vorgenommen wird. Eine ökonomische fundierte Erläuterung der Nicht-Offenlegung gibt dem externen Adressaten die Möglichkeit, eine persönliche Einschätzung der Vor- und Nachteile der Nicht-Offenlegung vorzunehmen. Eine rein formaljuristische Begründung lässt einen erheblichen Interpretationsspielraum hinsichtlich der Motivation des Unternehmens zu. Die Analyse dient auch der Überprüfung der Relevanz der in Kapitel 3.3 diskutierten Ansätze in der Unternehmenspraxis. Die folgende Tabelle enthält die Begründungen hinsichtlich des Abweichens von DCGK 4.2.4 jener DAX-30 Unternehmen, die die Vorstandsvergütung nicht individualisiert offen legen.

Basis ist die aktuelle Entsprechenserklärung zum DCGK gem. § 161 AktG und gegebenenfalls weitere Ausführungen, etwa unternehmenseigene Corporate Governance Grundsätze (Stand 1. Februar 2006).

Tabelle 13: Entsprechenserklärungen

Adidas	Keine Begründung, jedoch Hinweis, dass die Bezüge ab dem GJ 2005 individualisiert offen gelegt werden.
BASF	Behandlung der Struktur des Vergütungssystems für den Vorstand durch das Aufsichtsratsplenum; Bemessung der Angemessenheit der Vergütung des Vorstands auch anhand leistungsbezogener Kriterien; individualisierte Veröffentlichung der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung Über die Tätigkeit der Ausschüsse des Aufsichtsrats wird im Plenum des Aufsichtsrats regelmäßig berichtet. Dies schließt die Tätigkeit des Personalausschusses mit ein. Soweit die Empfehlungen darüber hinausgehen, werden sie von uns nicht befolgt. Dies gilt auch für die individualisierte Veröffentlichung der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung in 2005 und 2006.
Bayrische Hypovereinsbank	Gehalt des Vorstandsvorsitzenden wird individualisiert angegeben. Bei den anderen Vorstandsmitgliedern bleibt es bei der bisherigen Darstellung der Gesamtvergütung, wobei im Anhang des Konzernabschlusses und im Corporate Governance Bericht auch die einzelnen Vergütungsbestandteile, nämlich Fixum, erfolgsbezogene Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung ausgewiesen werden. Eine weitergehende Individualisierung hat nach unserer Meinung mehr Nach- als Vorteile für die Gesellschaft. Nach In Kraft Treten des VorstOG soll von der opt-out Klausel Gebrauch gemacht werden.
BMW	Der Ausweis der Vergütung der Vorstandsmitglieder im Anhang des Konzernabschlusses erfolgt aufgeteilt nach Fixum und erfolgsbezogenen Komponenten, aber nicht individualisiert. Die Vergütung der Vorstandsmitglieder wird vom Aufsichtsrat auf Grund von Leistungskriterien festgelegt. Kriterien für die Angemessenheit der Vergütung bilden insbesondere die Aufgaben des Vorstandsmitglieds, die Bewertung seiner Mandatsausübung sowie die wirtschaftliche Lage, der Erfolg und die Zukunftsaussichten der BMW Group unter Berücksichtigung des Wettbewerbsumfelds. Die Vergütung der Vorstandsmitglieder umfasst fixe und variable Bestandteile. Die variable Vergütung enthält jährlich wiederkehrende, an den geschäftlichen Erfolg gebundene Komponenten. Die Grundzüge des Vergütungssystems werden auf der Internetseite der BMW group bekannt gemacht und im Geschäftsbericht erläutert. Der Vorsitzende des Aufsichtsrats wird die HV über die Grundzüge des Vergütungssystems und deren Veränderung informieren. Die Vergütung des Vorstands wird im Anhang des Konzernabschlusses aufgeteilt nach Fixum und erfolgsbezogenen Komponenten ausgewiesen.

Die Auswertung der Begründungen zeigt, dass die Unternehmen den DCGK und den Transparenzbegriff durchaus unterschiedlich auslegen.⁹⁶ So wird überwiegend der Offenlegung der Aufteilung in fixe und variable Bestandteile ein für den Anleger höherer Nutzen beigemessen als dem individualisierten Ausweis der Vorstandsvergütung (HVB, BMW, DC,

⁹⁶Vgl. hierzu auch Kohnert (2005), S. 12.

Daimler Chrysler	Von der Bekanntgabe individualisierter Vergütungen für den Vorstand wird weiter abgesehen. Auch die Vergütung des Vorstands für das Geschäftsjahr 2005 wird aufgeteilt in fixe und variable Bestandteile sowie in Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung dargestellt. Diese Angaben sind wesentlich für die Beurteilung, ob die Aufteilung der Vergütung in garantierte und erfolgsabhängige Teile angemessen ist und ob von der Vergütungsstruktur die beabsichtigte Anreizwirkung für den Vorstand ausgeht. Da es sich beim Vorstand um ein Kollegialorgan handelt, kommt es entscheidend auf die Anreizwirkung für das Gesamtorgan, nicht auf jene für einzelne Vorstandsmitglieder an. Für das Geschäftsjahr 2006 wird die Vergütung entsprechend den Vorschriften des Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetzes veröffentlicht.
Fresenius	The German Corporate Governance Kodex determines that for each member of the Managing Board the compensation has to be disclosed individually. From our point of view this will limit the possibility for the company to structure the compensation of the management board members differentiated by individual performance and entrepreneurial responsibility.
Henkel	Die Vergütung der Geschäftsführung, des Aufsichtsrats und des Gesellschafterausschusses wird im Geschäftsbericht als Gesamtvergütung unter Angabe des Verhältnisses der einzelnen Vergütungsbestandteile zueinander sowie aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung ausgewiesen. Henkel erfüllt die vom Kodex geforderte Leistungsbezogenheit der Vergütung der Geschäftsführung. Die einzelne Vergütung der Mitglieder des Aufsichtsrats und Gesellschafterausschusses ergibt sich aus den Beschlüssen der HV. U. E. ist hierdurch eine ausreichende Transparenz der Vergütung gewährleistet; ein Individualausweis würde keine weitergehenden Zusatzinformationen enthalten.

Henkel, Infineon, Linde). Weiter wird die Leistungsbezogenheit/ Erfolgsbezogenheit der Vergütung ausgeführt (BASF, HVN, BMW, DC, Fresenius, Henkel, Infineon, Linde). Ebenso wird die Funktion des Aufsichtsrats bei der Vergütungsfindung betont (BASF, BMW). Das VorstOG und die Möglichkeit zukünftig von der Opt-Out Regelung Gebrauch zu machen, wird lediglich von der HVB angeführt.

Juristische Argumente finden sich unter dem Hinweis, dass es sich bei dem Vorstand um ein Kollegialorgan handle (DC). Eine ökonomisch fundierte Begründung zur Nicht-Offenlegung findet sich bei Fresenius, mit dem Hinweis, dass ein individualisierter Ausweis es der Gesellschaft erschwere, differenziert leistungsbezogene Gehälter festzulegen. Diese Argumentation entspricht dem Modellergebnis von Charness/Kuhn (2004), die zeigen, dass die individualisierte Offenlegung zu einer Egalisierung der Vergütung und einem sinkenden Unternehmensgewinn führen kann.

Infineon	Wir verzichten auf die individualisierte Angabe der Vergütung aller Mitglieder des Vorstands. Die Vergütung der Vorstandsmitglieder wird im Anhang des Konzernabschlusses aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung ausgewiesen.
Linde	Kein individualisierter Ausweis der Vorstandsvergütung. Die Vergütung des Vorstands wird im Anhang des Konzernabschlusses aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und gegebenenfalls Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung angegeben.
MAN	Eine individualisierte Angabe der Vorstandsbezüge im Anhang des Konzernabschlusses erfolgt insoweit, als die Bezüge des Vorstandsvorsitzenden sowie das Durchschnittsgehalt aller übrigen Vorstandsmitglieder angegeben werden; dies wird als ausreichend zur Beurteilung der Angemessenheit der Vorstandsbezüge eingestuft.
Münchener Rück	Die Vergütung der Vorstandsmitglieder der Münchener Rück wurde für das Geschäftsjahr 2004 im Anhang des Konzernabschlusses aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung für den Gesamtvorstand detailliert ausgewiesen. Die vom Deutschen Corporate Governance Kodex empfohlene individualisierte Veröffentlichung erfolgte hingegen nicht. Auch die Vorstandsbezüge für das Geschäftsjahr 2005 werden für den Gesamtvorstand detailliert ausgewiesen, sollen jedoch nicht individualisiert veröffentlicht werden.
Volkswagen	Die Vergütung der Vorstandsmitglieder wird erstmals im Konzernabschluss für das Geschäftsjahr 2005 individualisiert ausgewiesen werden. Im Konzernabschluss für das Geschäftsjahr 2004 wurde die Vergütung des Vorstandsvorsitzenden ausgewiesen.

Es ist auffallend, dass keine weiteren Ausführungen gemacht werden, die eine ökonomische Fundierung der Nicht-Offenlegung erkennen lassen. Insgesamt werden dem externen Adressaten weder juristisch noch ökonomisch fundierte Begründungen der Nicht-Offenlegung der individualisierten Vorstandsvergütung geliefert. Somit ist kein Rückschluss auf die tatsächlichen Gründe der Nicht-Offenlegung möglich. Ein Grund für die Nicht-Offenlegung könnte in einer unausgeprägten Vergütungs differenzierung des Vorstands liegen, obwohl § 87 Abs. 1 AktG gerade eine differenzierte Vergütungsbetrachtung fordert. Die Differenzierung der Vergütung wird im nachfolgenden Abschnitt auf Basis der Geschäftsberichte der "Offenleger" untersucht.

3.4.3 Analyse der Vergütung der Offenleger

Im Folgenden wird analysiert, wie sich die Vergütung und die Zusammensetzung der Vergütung für diejenigen DAX-30 Unternehmen darstellt, die die Vorstandsgehälter individualisiert ausweisen. Hierbei wurde der zuletzt

veröffentlichte Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2004 zu Grunde gelegt.

Im Rahmen dieser Betrachtung werden Zuführungen zu Pensionsrückstellungen ausgeklammert, da hier zwar Daten offen gelegt werden, jedoch eine unzureichende Transparenz herrscht, die einen sinnvollen Vergleich nicht zulässt. Teilweise werden keine Ausführungen zu Zuführungen zu Pensionsrückstellungen der Vorstandsmitglieder gemacht, teilweise werden auch nur Gesamtbeträge angegeben. Unterstellt man, dass die Vorstandsmitglieder eine unverfallbare Anwartschaft verdient haben, wäre der individualisierte Ausweis zur Erhöhung der Transparenz angemessen. Intransparenz herrscht ebenfalls in Bezug auf die gewährten Sachbezüge, diese werden oftmals lediglich als Gesamtsumme angegeben.

Ebenfalls ausgeklammert wurden Optionsprogramme und aktienbasierte Programme, da diese nur bedingt miteinander zu vergleichen sind. So werden zum Beispiel die Anzahl der im Geschäftsjahr gewährten Optionsrechte (Stock Appreciation Rights) angegeben und der innere Wert als Information zur Verfügung gestellt (EON) oder der maximale Auszahlungsbetrag für die im Geschäftsjahr gewährten Optionen angegeben (Lufthansa) im Rahmen der individualisierten Vorstandsvergütung angegeben. Eine Vergleichbarkeit ist durch diese unterschiedlichen Angaben somit nicht möglich.

Bei denjenigen Unternehmen (Commerzbank AG, Deutsche Bank AG, SAP AG), die keinen Vorstandsvorsitzenden haben, jedoch einen Vorstandssprecher, wurde dieser für die Zwecke der Betrachtung als Vorstandsvorsitzender erfasst. Diese Vorgehensweise erscheint angebracht, da der Vorstandssprecher eine ähnlich exponierte Stellung wie der Vorstandsvorsitzende hat, was sich

auch in der entsprechenden Vergütung widerspiegelt. Im Jahr 2004 neu eingetretene Vorstandsmitglieder wurden im Rahmen dieser Betrachtung ausgeklammert, da sie i.d.R. ein zeitanteilig auf ihre Dienstzeit entfallendes Gehalt erhalten, das den Vergleich verzerren würde.

In Tabelle 14 ist die Vergütung der sonstigen Mitglieder des Vorstands in Prozent der Vergütung des Vorstandsvorsitzenden wiedergegeben. Es wurden zwei Extrema identifiziert, die ist zum einen die TUI AG, die offensichtlich eine erhebliche Vergütungs differenzierung vornimmt. Die Schering AG nimmt hingegen keine Differenzierung zwischen dem Vorstandsvorsitzenden und den sonstigen Vorstandsmitgliedern vor. TUI vergütet zwei Vorstandsmitglieder mit lediglich 36 % der Vergütung des Vorstandsvorsitzenden sowie ein Vorstandsmitglied mit 64 % der Vergütung des Vorstandsvorsitzenden. Die Schering AG vergütet alle sonstigen Vorstandsmitglieder mit 75 % der Vergütung des Vorstandsvorsitzenden. Frau Dr. Karin Dorrepaal trat am 1.9.2004 in den Vorstand ein, ihre Entlohnung entspricht exakt zeitanteilig der der übrigen sonstigen Vorstandsmitglieder. Schering hat somit keinerlei Vergütungs differenzierung vorgenommen. Dies steht in Widerspruch zu § 87 Abs. 1 AktG, der eine an den jeweiligen Aufgaben des Vorstandsmitglieds orientierte Vergütung vorschreibt.

Ebenfalls bemerkenswert ist die Differenzierung zwischen fixer und variabler Vergütung. Tabelle 15 gibt einen Überblick hinsichtlich der beiden DAX-30 Unternehmen, die eine besonders geringe fixe Vergütung in Prozent der Gesamtvergütung vornehmen bzw. eine hohe fixe Vergütung in Prozent der Gesamtvergütung vornehmen. Die Commerzbank AG vergütet im Schnitt zu zwei Dritteln fix, was auf eine geringe anreizkompatible Vergütung schließen

Tabelle 14: Differenzierung der Vorstandsgehälter

Vergütung des TUI Vorstands in 2004				
	Fixe Vergütung	Variable Vergütung	Gesamtvergütung	Vergütung in % des Vorsitzenden
Dr. Michael Frenzel (Vors.)	1.405	1.101	2.506	100 %
Sebastian Ebel	425	482	907	36 %
Dr. Peter Engelen	412	482	894	36 %
Rainer Feuerhake	785	826	1.611	64 %
Gesamt	3.027	2.891	5.918	

Vergütung des Schering Vorstands in 2004				
	Fixe Vergütung	Variable Vergütung	Gesamtvergütung	Vergütung in % des Vorsitzenden
Dr. Hubertus Erlen (Vors.)	720	1.668	2.388	100 %
Dr. Karin Dorrepaal*	180	415	595	25 %
Dr. Ulrich Köstlin	540	1.246	1.786	75 %
Lutz Lingnau	540	1.246	1.786	75 %
Marc Rubin	540	1.246	1.786	75 %
Dr. Jörg Spiekerkötter	540	1.246	1.786	75 %
Prof. Dr. G. Stock	540	1.246	1.786	75 %
Gesamt	3.600	8.313	11.913	

Anmerkung: *Frau Dr. Karin Dorrepaal trat am 1.9.2004 in den Vorstand ein, ihre Entlohnung entspricht exakt zeitanteilig der der übrigen sonstigen Vorstandsmitglieder.

Quelle: Selbsterstellt auf Basis der Geschäftsberichte des Jahres 2004.

lässt. Herr Mehmet Dalman, der im Geschäftsjahr 2004 aus dem Vorstand ausschied, erhielt ausschließlich eine fixe Vergütung. Im Gegensatz zur Vergütungsstruktur des Vorstands der Commerzbank weiß die SAP AG eine hohe variable Vergütung aus, was auf eine höhere Anreizkompatibilität hindeutet.

Es ist festzustellen, dass sowohl eine große Bandbreite im Hinblick auf die Gesamtvorstandsvergütung der sonstigen Vorstandsmitglieder, als auch im Hinblick auf die Aufteilung der Gesamtvergütung in fixe und variable Bestandteile der DAX-30 Unternehmen besteht. Im Rahmen der folgenden Regressionsanalyse werden die Determinanten der Vorstandsvergütung für die DAX-30 Unternehmen analysiert und somit die Einflussfaktoren der Vergütung ge-

Tabelle 15: Fixe versus variable Vergütung

Vergütung des Commerzbank Vorstands in 2004				
	Fixe Vergütung	Variable Vergütung	Gesamtvergütung	Fixe Vergütung in % der Gesamtvergütung
Klaus-Peter Müller (Sprecher)	650	370	1.020	64 %
Martin Blessing	420	262	682	62 %
Mehmet Dalman*	300	0	300	100 %
Wolfgang Hartmann	420	262	682	62 %
Dr. Achim Kassow	80	40	120	67 %
Andreas de Maiziere	420	240	660	64 %
Klaus M. Patig	420	240	660	64 %
Dr. Eric Strutz	330	184	514	64 %
Nicholas Teller	420	236	656	64 %
Gesamt	3.460	1.834	5.294	65 %

Vergütung des SAP Vorstands in 2004				
	Fixe Vergütung	Variable Vergütung	Gesamtvergütung	Fixe Vergütung in % der Gesamtvergütung
Prof. Dr. H. Kagermann (Sprecher)	600	2.461	3.061	20 %
Shai Agassi	405	1.641	2.046	20 %
Leo Apotheker	400	1.641	2.041	20 %
Dr. Werner Brandt	350	1.436	1.786	20 %
Prof. Dr. Claus E. Heinrich	400	1.641	2.041	20 %
Gerhard Oswald	400	1.641	2.041	20 %
Dr. Peter Zencke	400	1.641	2.041	20 %
Gesamt	2.955	12.102	15.057	20 %

Anmerkung: *Mehmet Dalman schied im Verlauf des Geschäftsjahres 2004 aus dem Vorstand aus.

Quelle: Selbsterstellt auf Basis der Geschäftsberichte des Jahres 2004.

nauer untersucht.

Tabelle 16: Deskriptive Statistik

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ekrend	0.1587	0.0807	0.04	0.32
kap	25.11	18.97	2.98	62.61
ceo	0.1765	0.3831	0	1
dr	0.5686	0.4977	0	1
alter	53.08	6.66	35	63
zugehoer	1998.2	4.62	1985	2004
fix_var	1818.3	790.4	656	6166
fix	643.2	223.3	306	1405
var	1175.1	645.2	236	5016

Anmerkung: Die Variablen bedeuten: kap = Börsenkapitalisierung, cons = Konstante, dr = Dokortitel, ekrend = Eigenkapitalrendite, fix = Fixe Vergütung, fix_var = Summe fixe und variable Vergütung, kap_quad = quadrierte Börsenkapitalisierung, var = variable Vergütung, zugehoer = Dauer der Zugehörigkeit zum Vorstand. Die Standardabweichung für die Dummy Variablen ist eigentlich nicht zu interpretieren und wird nur der Vollständigkeit halber angegeben.

Quelle: Selbsterstellt.

3.5 Empirische Analyse

Bisher haben 18 DAX-30 Unternehmen ihre Vorstandsvergütung individualisiert offen gelegt. Dabei handelt es sich um die Unternehmen Allianz, Altana, Bayer, Commerzbank, Continental, Deutsche Bank, Deutsche Börse, Deutsche Post, Deutsche Telekom, EON, Lufthansa, Metro, RWE, SAP, Schering, Siemens, TUI, ThyssenKrupp.

Insgesamt konnten in diesen Gesellschaften 118 Vorstandsmitglieder identifiziert werden. Die Anzahl der Vorstandsmitglieder je Unternehmen ist höchst unterschiedlich. So gehören dem Vorstand der Siemens AG und der Allianz AG elf Personen an, während sich der Vorstand der Lufthansa AG aus lediglich drei Personen zusammensetzt.

Ferner ist zu berücksichtigen, dass 16 Vorstandsmitglieder im Verlauf des Geschäftsjahres 2004 den Vorstand verlassen haben bzw. neu als Vorstands-

mitglied ernannt wurden. Da Mitglieder dieser Personengruppe nicht für das gesamte Jahr 2004 ein Gehalt bezogen haben, werden diese Personen aus der folgenden Regressionsanalyse ausgeschlossen. Somit gehen 102 Beobachtungen in die Analyse ein.

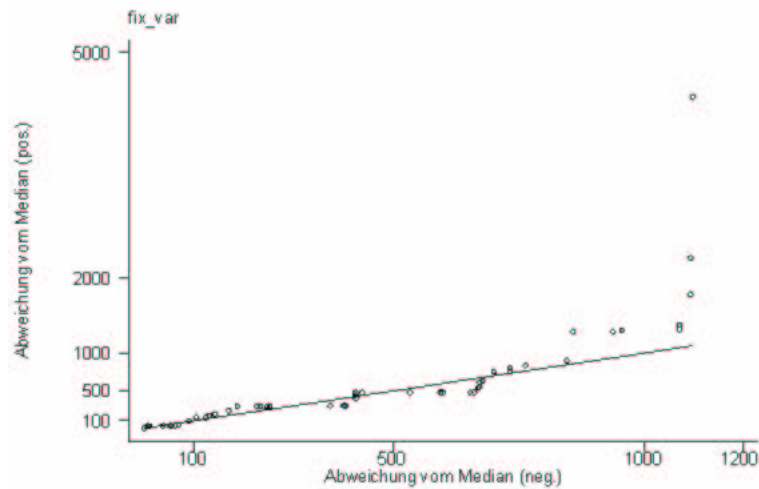
Personenspezifische Variablen

Im Durchschnitt ist ein Vorstandsmitglied 53 Jahre alt, jüngstes Vorstandsmitglied ist Shai Agassi (SAP AG) mit 35 Jahren und es gibt vier Personen im Alter von 63 Jahren. Im Durchschnitt sind die Vorstandsmitglieder bereits seit 1998 im Amt. Weiterhin ist zu erwähnen, dass etwas mehr als die Hälfte aller Vorstandsmitglieder (56 %) einen Dokortitel führen.

Das durchschnittliche Gehalt liegt bei 1,818 Mio. Euro. Ca. 1/3 des Gehalts wird als Fixum ausgezahlt und 2/3 als variable Vergütung.

Eine Annahme des klassischen OLS Modells besteht darin, dass die Varianz der Fehler konstant ist. Diese Eigenschaft wird auch als *Homoskedastizität* bezeichnet. In empirischen Analysen ist diese Annahme häufig verletzt, wenn die abhängige Variable nicht symmetrisch verteilt ist. Ein spezielles Verfahren zur Untersuchung der Symmetrieannahme ist der *Symmetriepplot*. Hierzu muss zunächst der Median bestimmt werden. Danach werden die Abstände der nächstgrößeren und der nächstkleineren Beobachtung zum Median bestimmt und beide Werte gegeneinander geplottet. Auf gleiche Weise wird auch mit den übernächsten und allen anderen Beobachtungen verfahren. In jenem Fall, in dem die Abstände jeweils gleich groß sind, liegen die Plotsymbole auf der Hauptdiagonalen. Sind die Abstände der Beobachtungen über dem Median größer (kleiner) als die Abstände unter

Abbildung 8: Symmetrieplot



Quelle: Selbsterstellt.

dem Median, so ist die Verteilung rechtsschief (linksschief).⁹⁷

Die Abbildung 8 zeigt für die Variable *Gehalt der Vorstandsmitglieder*, dass die meisten Beobachtungen symmetrisch verteilt sind. Lediglich einige Werte liegen über der Hauptdiagonalen, so dass die Verteilung der abhängigen Variablen leicht rechtsschief ist. Eine besondere Analyse der Beobachtungen (Tabelle 17) zeigt, dass insbesondere die Beobachtungen der Deutschen Bank und die Beobachtungen der Commerzbank für die "Ausreißer" verantwortlich sind. Die Vorstände der Deutschen Bank verdienen die höchsten Gehälter: So liegt das Gehalt von Dr. Josef Ackermann mit 6.166 TEuro um 4.412 TEuro über dem Median von 1.754 TEuro. Die Vorstände der Commerzbank verdienen die geringsten Gehälter. Nicholas Teller liegt mit einem Gehalt von 656 TEuro um 1.098 TEuro unter dem Median. Diese

⁹⁷Vgl. Kohler/Kreuter 2001, 216f.

Tabelle 17: Symmetrie der abhängigen Variablen

Position	Beob	Name	Firma	Abweichung vom Median	Gehalt
1	24	Nicholas Teller	Commerzbank	-1098	656
2	23	Klaus M. Patig	Commerzbank	-1094	660
3	22	Andreas de Maiziere	Commerzbank	-1094	660
4	21	Wolfgang Hartmann	Commerzbank	-1072	682
5	20	Martin Blessing	Commerzbank	-1072	682
6	4	Dr. Matthias L. Wolfgruber	Altana	-957	797
7	59	Stefan Lauer	Lufthansa	-939	815
8	58	Dr. Karl-Ludwig Kley	Lufthansa	-939	815
9	101	Dr. Peter Engelen	TUI	-860	894
10	100	Sebastian Ebel	TUI	-847	907
91	5	Michael Diekmann	Allianz	802	2556
92	34	Werner G. Seifert	Deutsche Börse	837	2591
93	39	Kai-Uwe Ricke	Deutsche Telekom	903	2657
94	33	Hermann-Josef Lamberti	Deutsche Bank	1281	3035
95	32	Dr. Tessen v. Hyedebreck	Deutsche Bank	1281	3035
96	31	Dr. Clemens Börsig	Deutsche Bank	1281	3035
97	68	Prof. Dr. Henning Kagermann	SAP	1307	3061
98	60	Dr. Hans-Joachim Körber	Metro	1308	3062
99	51	Dr. Wulf H. Bernotat	EON	1371	3125
100	81	Dr. Heinrich v. Pierer	Siemens	1780	3534
101	64	Harry Roels	RWE	2269	4023
102	30	Dr. Josef Ackermann	Deutsche Bank	4412	6166

Anmerkung: Der Median liegt bei 1754 TEuro.

Quelle: Selbsterstellt.

beiden Beobachtungen bilden dann den Punkt rechts oben im Symmetrieplo.

Unternehmensspezifische Faktoren

Die durchschnittliche Börsenkapitalisierung wurde über den Mittelwert der täglichen Marktkapitalisierung des Jahres 2004 berechnet (Quelle: Datastream). Der Mittelwert liegt bei ca. 25,1 Mrd. Euro, das Minimum liegt bei 3,0 Mrd. Euro (TUI) und das Maximum bei 62,6 Mrd. Euro (Deutsche Telekom).

Die Eigenkapitalrendite wurde vereinfachend als das Verhältnis von Konzernjahresüberschuss zu durchschnittlichem Eigenkapital der Konzernbilanz jeweils ohne die Anteile Fremder berechnet.

3.5.1 Korrelationsanalyse

Tabelle 18 zeigt die Korrelationsbeziehungen zwischen den einzelnen Variablen. Es wird deutlich, dass zwischen den verschiedenen erklärenden Variablen keine ausgeprägten Korrelationsbeziehungen vorliegen, so dass in der Regressionsanalyse keine Multikorrelationsprobleme auftreten werden. Die einzige Ausnahme besteht zwischen der Variablen *Alter* und der Variable *Dauer der Zugehörigkeit*. Je länger eine Person bereits Vorstandsmitglied ist, desto älter scheint diese Person zu sein.

Die Eigenkapitalrendite ist zwar in einem gewissen Umfang mit der Höhe der variablen Vergütung korreliert ($r=0,10$), scheint jedoch mit der Höhe der fixen Vergütung unkorreliert zu sein ($r=-0,04$).

Tabelle 18: Korrelationsanalyse

fix_var	fix_var	fix	var	ceo	ekrend	kap	kap_quad	alter	zugehoer	dr
fix_var	1									
fix	0.732	1								
var	0.9718	0.5507	1							
ceo	0.5114	0.5999	0.4189	1						
ekrend	0.0718	-0.043	0.1028	0.0169	1					
kap	0.4104	0.2415	0.4192	-0.09	-0.0278	1				
kap_quad	0.3248	0.2126	0.3244	-0.0805	-0.0305	0.9708	1			
alter	0.2601	0.265	0.2269	0.2467	-0.0254	0.0586	0.0151	1		
zugehoer	-0.2054	-0.225	-0.1738	-0.338	-0.0486	0.0617	0.0854	-0.543	1	
dr	0.2156	0.1225	0.2218	-0.0122	0.1292	0.1771	0.1191	0.3029	-0.3095	1

Quelle: Selbsterstellt.

3.5.2 Regressionsanalyse

In der nachfolgenden Regressionsanalyse wird zunächst eine Regression der Vorstandsvergütung auf eine Konstante, eine Dummy-Variable für den Vorstandsvorsitzenden (*CEO*), so wie die Börsenkapitalisierung (*Kap*) durchgeführt:

$$Gehalt = \beta_0 + \beta_1 CEO + \beta_2 Kap + \epsilon \quad (41)$$

Im Anschluss daran wird diese Basisspezifikation um jeweils eine weitere erklärende Variable erweitert. Die Regressionsergebnisse sind in Tabelle 19 zusammengefasst.

Spezifikation II enthält als zusätzliche erklärende Variable die quadrierte Börsenkapitalisierung. Mit dieser Spezifikation wird überprüft, ob die Börsenkapitalisierung das Gehaltsniveau der Vorstandsmitglieder linear oder nicht linear beeinflusst. Während der geschätzte Koeffizient der Börsenkapitalisierung positiv ist, nimmt der geschätzte Koeffizient für die quadrierte Variable ein negatives Vorzeichen an. Die Teststatistik zeigt an, dass beide Koeffizienten signifikant von Null verschieden sind. Folglich

Tabelle 19: Regressionsergebnisse Teil 1

	I	II	III	IV	V	VI	VII
cons	1135.8*** (11.20)	666.8*** (5.04)	557.3*** (3.33)	544.4*** (3.25)	292.3 (0.66)	3244.6 (0.13)	-12242 (-0.42)
ceo	1140.5*** (7.53)	1159.7*** (8.50)	1157.5*** (8.49)	1156.4 (8.48)	1133.5*** (8.00)	1152.1*** (7.91)	1158.3*** (7.82)
kap	19.2*** (6.27)	73.6 (6.43)	73.5*** (6.43)	70.5*** (5.95)	72*** (6.14)	73.4*** (6.34)	69.7*** (5.78)
kap-quad	–	-0.9131*** (-4.90)	-0.9101*** (-4.89)	-0.8686*** (-4.54)	-.887*** (-4.66)	-.9075*** (-4.81)	-.8583*** (-4.42)
ekrend	–	–	690 (1.07)	603.8 (0.93)	703.3 (1.09)	686.9 (1.06)	632.3 (0.96)
dr	–	–	–	106.7 (0.97)	–	–	105.5 (0.89)
alter	–	–	–	–	5.328 (0.65)	–	5.222 (0.54)
zugehoer	–	–	–	–	–	-1.3436 (-0.11)	6.263 (0.43)
Adj. R^2	0.4608	0.5625	0.5631	0.05629	0.5605	0.5586	0.5552

Quelle: Selbsterstellt.

ist eine höhere Börsenkaptalisierung nur mit einem unterproportionalen Anstieg der Vorstandsvergütung verbunden.

Ferner wird überprüft, ob die Eigenkapitalrendite Einfluss auf das Gehaltsniveau ausübt. Wie Spezifikation III zeigt, ist der geschätzte Koeffizient jedoch nicht signifikant.

In einem weiteren Analyseschritt (Spezifikation IV) wird eine Dummy-Variable berücksichtigt, die den Wert 1 annimmt, falls das entsprechende Vorstandsmitglied einen Dokortitel führt bzw. den Wert 0 annimmt, falls dies nicht zutreffend ist. Der geschätzte Koeffizient für den Dr.-Titel geht mit einem positiven Vorzeichen in die Regressionsgleichung ein, ist jedoch insignifikant.

Tabelle 20: Konfidenzintervall der Bootstrap-Analyse

	90 % Konfidenzintervall	
	Untere Grenze	Obere Grenze
ceo	815.4	1566.2
kap	54.03	94.53
kap_quad	-1.228	-0.613
ekrend	-401.6	1659.6

Quelle: Selbsterstellt.

In Spezifikation V und VI werden jeweils isoliert der Einfluss der personenspezifischen Variablen *Alter* und *Dauer der Zugehörigkeit* zum Vorstand überprüft. In Spezifikation VII wird der Einfluss aller drei personenspezifischer Variablen gleichzeitig analysiert. In keiner der drei Regressionen stellt sich jedoch der Einfluss einer dieser personenspezifischen Variablen als signifikant heraus. Somit ist die *CEO* Variable die einzige personenspezifische Variable, von der ein signifikanter Einfluss ausgeht. In den nachfolgenden Sensitivitätsanalysen werden daher die drei personenspezifischen Variablen (Dr., Alter, Dauer der Zugehörigkeit) zunächst nicht mehr berücksichtigt. Ausgangsbasis für alle weiteren Analysen ist somit Spezifikation III.

3.5.3 Konfidenzintervalle mittels Bootstrap Methode

Für die Spezifikation III wird eine so genannte Bootstrap-Analyse durchgeführt, um die Grenzen eines 90 % Konfidenzintervalls zu berechnen. Im Rahmen dieser Analyse werden die 102 Observationen als Grundgesamtheit betrachtet und in einem Verfahren des Ziehens-mit-Zurücklegen wird eine neue Stichprobe von 102 Beobachtungen gezogen.

Anschließend wird eine erneute Regressionsanalyse der Spezifikation III durchgeführt und die geschätzten Koeffizienten gespeichert. Diese Prozedur

wird anschließend 5.000 Mal wiederholt. Im Anschluss daran werden für jede erklärende Variable die Grenzen des mittleren 90 % Perzentils der geschätzten 5.000 Koeffizienten bestimmt. Diese Grenzen ergeben dann das gebootstrapte 90 % Konfidenzintervall. Die Bootstrap-Analyse bestätigt die Ergebnisse des t-Tests: Für die Koeffizienten der Variablen CEO und Börsenkapitalisierung sind beide Grenzen positiv, für den Koeffizienten der quadrierten Börsenkapitalisierung sind die Grenzen beide negativ.

Auch für den geschätzten Koeffizienten der Eigenkapitalrendite bestätigen sich die bisherigen Ergebnisse: Da die untere Grenze des Konfidenzintervalls negativ und die obere Grenze positiv ist, wird deutlich, dass der geschätzte Koeffizient nicht von Null verschieden ist.

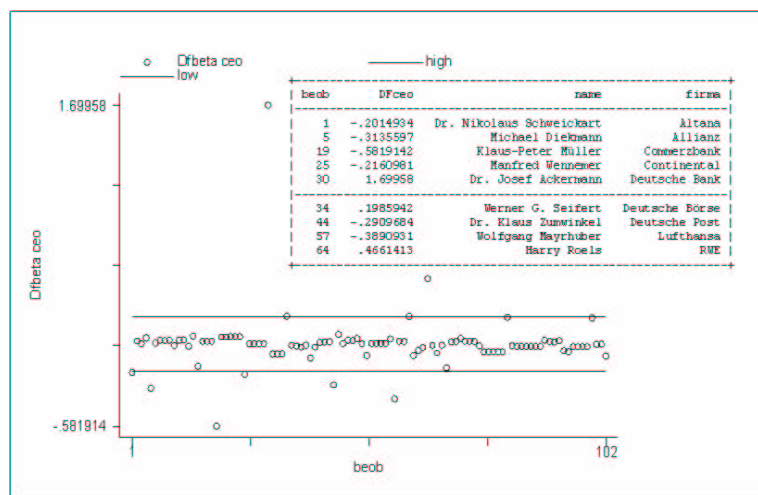
3.5.4 Analyse der Ausreißer mittels DF-Beta Verfahren

Im Anschluss daran wird eine so genannte DF-Beta Analyse durchgeführt. Dazu wird sukzessive jeweils eine Beobachtung aus der Regressionsanalyse ausgeschlossen und überprüft, wie stark sich die geschätzten Koeffizienten von denen der Basisspezifikation unterscheiden. Somit kann überprüft werden, ob einflussreiche Beobachtungen (Ausreißer) existieren, die das Ergebnis treiben. Um Ausreißer zu identifizieren, muss eine Grenze definiert werden, deren Überschreitung eine Beobachtung als Ausreißer identifiziert. In der Literatur werden diesbezüglich unterschiedliche Grenzen genannt. Einige Autoren gehen davon aus, dass eine Beobachtung dann einen Ausreißer darstellt, falls die Eliminierung dieser Beobachtung den geschätzten Koeffizienten einer Variablen um mehr als einen Standardfehler verändert (Bollen/Jackman 1990, S. 267). Andere Autoren wenden hingegen eine kritischere Grenze an und machen diese abhängig von der Anzahl der

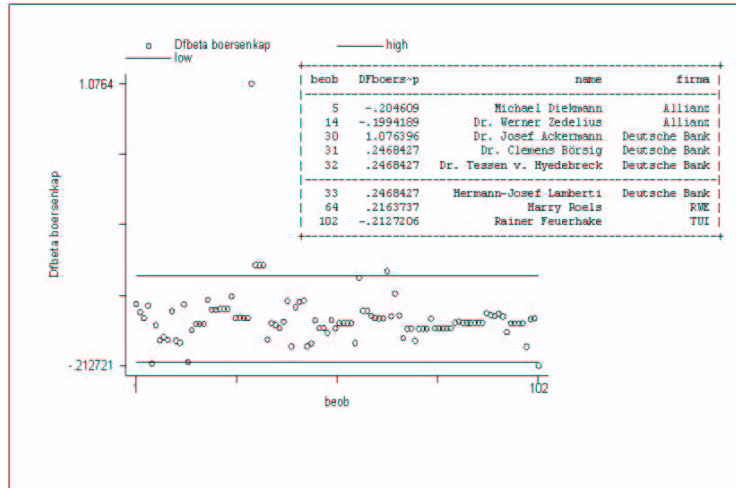
Beobachtungen (n), welche in die Basisspezifikation eingehen. Die Formel zur Berechnung dieser Grenze lautet (vgl. Kohler/Kreuter 2001, S. 208):

$$DFBeta > \pm 2/\sqrt{n} \quad (42)$$

Abbildung 9: Analyse der Ausreißer



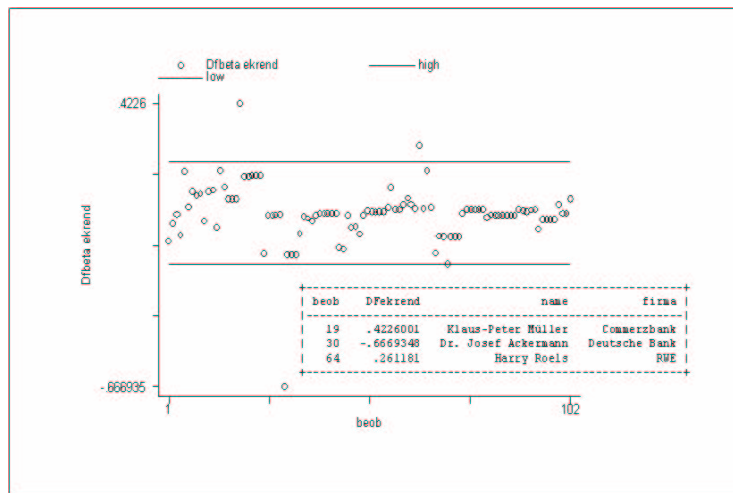
Um die Ergebnisse der DF-Beta-Analyse übersichtlich zu gestalten, werden diese für jede der erklärenden Variablen grafisch aufbereitet: In den Abbildungen 9 ist auf der horizontalen Achse die jeweilige Beobachtung abgetragen, welche von der Analyse ausgeschlossen wurde. Auf der vertikalen Achse ist die Veränderung des geschätzten Koeffizienten im Vergleich zum Standardfehler abgetragen. Die Veränderungen werden somit in Einheiten des jeweiligen Standardfehlers gemessen. Ferner sind die jeweiligen Grenzen eingezeichnet, die durch o. g. Berechnungsmethode erzeugt werden. In der in die Abbildung eingearbeiteten Tabelle werden die Ausreißer noch einmal identifiziert und der entsprechenden Beobachtung mit Namen und



Unternehmen des Vorstandsmitglieds zugeordnet.

Die Analyse zeigt, dass immer wieder die Beobachtung 30 (Ackermann, Deutsche Bank) als Ausreißer identifiziert wird. Eine Eliminierung dieser Beobachtung würde beispielsweise den geschätzten Koeffizienten der CEO-Variable um 1.7 Standardfehler und den Koeffizienten der Börsenkaptalisierung um 1.1 Standardfehler reduzieren. Ferner fällt im Rahmen der DF-Beta Analyse für den geschätzten Koeffizienten der Börsenkaptalisierung auf, dass als einflussreiche Beobachtungen die Personen 30, 31, 32 und 33 identifiziert wurden. Bei diesen Beobachtungen handelt es sich um alle vier Vorstandsmitglieder der Deutschen Bank. Auf Grund der Ergebnisse der DF-Beta Analyse sollte man überlegen, für den Effekt der Beobachtungen der Deutschen Bank gesondert zu kontrollieren.

Ferner scheint es angebracht, auch für den Effekt der Commerzbank gesondert zu kontrollieren. Dies ist auf Grund der Ergebnisse des Symmetrieplots



angezeigt. Ferner wird ein Mitglied des Vorstands (Klaus-Peter Müller) der Commerzbank auch in einigen DF-Beta Analysen als einflussreiche Variable identifiziert.

Daher wird die Regressionsgleichung noch um zwei Dummy-Variablen für die Deutsche Bank und die Commerzbank erweitert. Die firmenspezifische Dummy nimmt den Wert 1 an, falls es sich bei einer der Beobachtungen um ein Vorstandsmitglied der Deutschen Bank (Commerzbank) handelt.

Der geschätzte Koeffizient für die Deutsche Bank Variable ist signifikant positiv und nimmt den Wert 1.611 an. Dies bedeutet: unter sonst gleichen Bedingungen erhält ein Vorstandsmitglied der Deutschen Bank ein um 1,61 Mio. Euro höheres Gehalt. Der geschätzte Koeffizient für die Commerzbank ist hingegen signifikant negativ und nimmt den Wert -0,698 an. Somit erhält ein Vorstandsmitglied der Commerzbank – ceteris paribus – ein um 0,698 Mio. Euro niedrigeres Gehalt.

Tabelle 21: Regressionsergebnisse Teil 2

	Fix_Var	Beta	Fix	Var
cons	817.9*** (5.88)	–	523.7*** (9.10)	294.2*** (2.45)
ceo	1098.9*** (10.73)	–	360.8*** (8.51)	738.2*** (8.37)
kap	50.91*** (5.69)	1.2219	6.108* (1.65)	44.8*** (-5.81)
kap_quad	-.5974*** (-4.13)	-0.8798	-0.0548 (-0.92)	-0.5427*** (-4.36)
ekrend	602.3 (1.13)	0.0615	-249.1 (-1.13)	851.3* (1.85)
Cobank	-697.9*** (-3.79)	–	-164.7** (-2.16)	-533.1*** (-3.36)
Dbank	1611.3*** (7.59)	–	146.8* (1.67)	1464.4*** (8.01)
Adj. R^2	0.7545	–	0.4733	0.7265

Anmerkung: Beta wurde nicht für Dummy-Variablen berechnet.

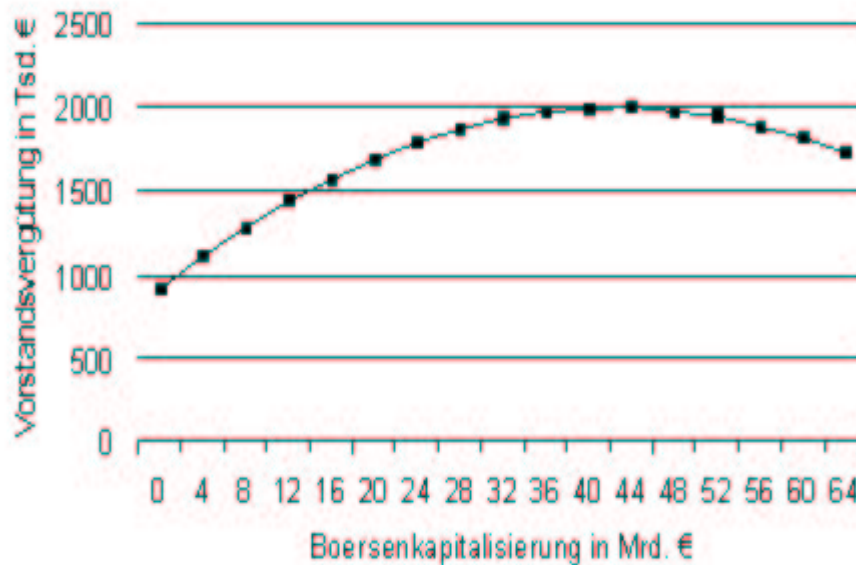
Quelle: Selbsterstellt.

Eine Analyse des adjustierten Bestimmtheitsmaßes zeigt, dass dieses gegenüber der Spezifikation III von 0,5631 auf 0,7545 angestiegen ist. Somit konnte auf Grund der Berücksichtigung der firmenspezifischen Dummy Variablen ein erheblich höherer Anteil der Variabilität in der Vorstandsvergütung erklärt werden.

In weiteren Analyse, deren Ergebnisse nicht noch einmal aufgeführt werden, wurde nochmals der Einfluss der drei personenspezifischen Variablen (Dr. Titel, Alter und Dauer der Zugehörigkeit) überprüft. Diesbezüglich konnte jedoch kein signifikanter Effekt ausgemacht werden.

Die folgende Abbildung 10 verdeutlicht noch einmal den Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und Börsenkapitalisierung.

Abbildung 10: Zusammenhang Börsenkapitalisierung und Vorstandsvergütung



Anmerkung: Zur Erzeugung der Abbildung wurden alle Dummy-Variablen auf den Wert Null gesetzt. Alle anderen Variablen fließen mit ihrem Mittelwert in die Abbildung ein. Die Range der Börsenkapitalisierung wird durch das Maximum / Minimum aller Beobachtungen determiniert, vergleiche hierzu die deskriptive Statistik (Tabelle 16).

Die Größe der geschätzten Koeffizienten ist selbstverständlich nicht unabhängig von der Dimension, in der die abhängige und unabhängigen Variablen gemessen werden. So geht die Börsenkapitalisierung beispielsweise in Mio. Euro in die Regression ein, die abhängige Variable (Vorstandsgehalt) wird in Tausend Euro gemessen. Würde man z. B. die Variable Börsenkapitalisierung in der Dimension Mrd. Euro messen, so wäre der geschätzte Koeffizient um den Faktor 1000 größer. Somit kann nicht auf Grund der Größe eines geschätzten Koeffizienten darauf geschlossen werden, ob eine Variable das Gehalt stärker beeinflusst als eine andere.

Ein Maß, welches den Einfluss einer Variablen unabhängig von seiner Dimension angibt, ist das sogenannte *Beta*. Das Beta zeigt an, um wie viele Standardabweichungen sich die abhängige Variable verändert, wenn sich die unabhängige Variable um eine Standardabweichung verändert. Die entsprechenden Werte der verschiedenen Betas für jene Variablen, die keine Dummy Variablen darstellen, sind in Tabelle 21 (Spalte II/Beta) enthalten.

In den Spalten III und IV von Tabelle 21 sind weitere Sensitivitätsanalysen enthalten. Spaltet man die gesamte Gehaltssumme in seine fixen und variablen Bestandteile auf, so ergeben sich folgende Regressionsergebnisse: Die Güte der Schätzung ist besser für die Spezifikation mit der variablen Vergütung. Hier zeigt sich auch, dass die Eigenkapitalrendite nicht gänzlich unwichtig für die Erklärung des Vorstandsgehalts ist. Diesbezüglich konnte ein positiver Zusammenhang festgestellt werden, der auch auf einem 90 % Konfidenzniveau signifikant ist.

3.6 Fazit

Mit dem VorstOG wurde das dem DCGK inhärente Prinzip der adversen Publizität durchbrochen. Dabei nimmt das Gesetz ein Ergebnis vorweg, dass sich gem. der Unraveling Theorie ohnehin eingestellt hätte, wenn die Information hinsichtlich der Vorstandsvergütung vom Kapitalmarkt als für die Aktienkursbildung relevant erachtet wird. Die Motivation des Gesetzgebers scheint vielmehr mit dem Ansatz der Neuen Politischen Ökonomie erklärbar, wobei die Präferenzen des Medianwählers mit der Politikmaßnahme getroffen werden sollten.

Mit Hilfe zweier modifizierter Principal Agent Ansätze kann gezeigt werden,

dass es sehr wohl Gründe für und gegen Transparenz gibt. In dem Modell von Charness/Kuhn (2004) wird gezeigt, dass sich die individualisierte Offenlegung negativ auf die Gewinnsituation des Unternehmens auswirken kann. Die Equity Theorie von Adams (1963) zieht zusätzlich die Einschätzung hinsichtlich der Vergütung mit ein. Offenlegung führt hier dazu, dass alle Vorstandsmitglieder ein höheres Anstrengungsniveau wählen. Schließlich wird gezeigt, dass gem. der Bidding-Up These von Ezzamel/Watson (1998) die individualisierte Offenlegung zu einer Erhöhung der Entlohnung unterbezahlter Vorstände führt, eine Lohnreduktion überbezahlter Vorstände jedoch wesentlich schwerer durchsetzbar ist. Diese Erklärungsansätze werden vom Gesetzgeber jedoch nicht herangezogen, so dass die Neue Politische Ökonomie als ein geeigneter Erklärungsansatz für die Politikmaßnahme angesehen wird. Es wurde weiter gezeigt, dass die Entwicklung der individualisierten Offenlegung der Vorstandsvergütung kein deutsches Phänomen ist, sondern in den Wettbewerb von Corporate Governance Systemen eingebunden ist.

Im Rahmen der empirischen Analyse der Entsprechenserklärungen zum DCGK werden die diskutierten theoretischen Modelle ebenfalls faktisch nicht aufgegriffen. Wenn eine Begründung der Nichtensprechung geliefert wird, ist diese formaljuristischer Natur.

Schließlich wird empirisch für diejenigen Unternehmen des DAX-30, die ihre Vorstandsgehälter individualisiert offen legen gezeigt, dass es erhebliche Unterschiede sowohl in der Differenzierung der Vergütung der Vorstandsmitglieder als auch in der Aufteilung in fixe und variable Bestandteile gibt. Im Rahmen einer Regressionsanalyse werden die Determinanten der Vorstandsvergütung identifiziert. Als statistisch signifikante Variablen wurde die

Börsenkapitalisierung identifiziert, welche die Vorstandsvergütung unterproportional beeinflusst. Die Eigenkapitalrendite hat gemäß der Analyse lediglich einen statistisch signifikanten Einfluss auf die variable Vergütung nicht jedoch auf die fixe Vergütung oder die Gesamtvergütung.

Anhang zum Charness & Kuhn Modell

Herleitung der Gleichung (5) und (6) (P5 und P6)

Der Zusammenhang zwischen dem Gehalt und dem Effort ist gegeben durch die beiden Gleichungen $A_1 = aw_1 + b(w_1 - w_2)$ und $A_2 = aw_2 + b(w_2 - w_1)$.

Löst man die erste Gleichung nach w_2 auf, so folgt:

$$w_2 = \frac{-A_1 + aw_1 + bw_1}{b} = \frac{-A_1 + (a+b)w_1}{b} \quad (43)$$

Setzt man w_2 in die zweite Gleichung ein, so folgt:

$$A_2 = \frac{-aA_1 + a^2w_1 + abw_1}{b} + \frac{-bA_1 + abw_1 + b^2w_1}{b} - bw_1 \quad (44)$$

Faßt man einige Terme zusammen, so gilt:

$$A_2 = -\frac{a}{b}A_1 - A_1 + \frac{a^2w_1 + 2abw_1}{b} \quad (45)$$

Sortiert man die A_1 -Ausdrücke auf die linke Seite der Gleichung und multipliziert anschließend mit b durch, so resultiert:

$$b(A_2 + \frac{a}{b}A_1 + A_1) = a^2w_1 + 2abw_1 \quad (46)$$

Multipliziert man die Klammer auf der linken Seite der Gleichung aus und klammert auf der rechten Seite der Gleichung w_1 aus, so gilt:

$$bA_2 + (a+b)A_1 = (a^2 + 2ab)w_1 \quad (47)$$

Somit resultiert für w_1 :

$$w_1 = \frac{bA_2 + (a+b)A_1}{a^2 + 2ab} \quad (48)$$

Diese Gleichung stimmt dann mit Gleichung (5) im Hauptteil des Kapitels überein.⁹⁸

⁹⁸Gleichung P5 im Orginaltext.

Herleitung der Gleichung (P6)

Setzt man Gleichung (48) in Gleichung (43) ein, so folgt:

$$w_2 = \frac{-A_1 + (a+b) \frac{bA_2 + (a+b)A_1}{a^2 + 2ab}}{b} \quad (49)$$

Multipliziert man mit b , so resultiert:

$$bw_2 = -A_1 + \frac{b(a+b)A_2 + (a+b)^2 A_1}{a^2 + 2ab} \quad (50)$$

Schreibt man A_1 auf einen gemeinsamen Nenner, so folgt:

$$bw_2 = \frac{-A_1(a^2 + 2ab) + b(a+b)A_2 + (a+b)^2 A_1}{a^2 + 2ab} \quad (51)$$

Unter Berücksichtigung von $(a+b)^2 = a^2 + 2ab + b^2$ und dem Minuszeichen vor dem A_1 folgt:

$$bw_2 = \frac{b(a+b)A_2 + b^2 A_1}{a^2 + 2ab} \quad (52)$$

Nach Division durch b resultiert:

$$w_2 = \frac{bA_2 + (a+b)A_1}{a^2 + 2ab} \quad (53)$$

Diese Gleichung stimmt dann mit Gleichung (6) im Hauptteil überein.⁹⁹

Herleitung Gleichung (13) und (14) (P7) und (P8)

Herleitung¹⁰⁰

$$w_1 = \frac{bA_2 + (a+b)A_1}{a^2 + 2ab} \quad (54)$$

Leitet man w_1 gemäß der Regel $\frac{Z'N - ZN'}{N^2}$ nach b ab, so resultiert:

$$\frac{dw_1}{db} = \frac{(A_2 + A_1)(a^2 + 2ab) - [bA_2 + (a+b)A_1]2a}{(a^2 + 2ab)^2} \quad (55)$$

⁹⁹Gleichung P6 im Originaltext.

¹⁰⁰Diese Gleichungen stimmen mit Gleichungen P7 und P8 im Originaltext überein.

Multipliziert man aus, so resultiert:

$$\frac{dw_1}{db} = \frac{a^2 A_2 + a^2 A_1 + 2abA_2 + 2abA_1 - 2abA_2 - 2a^2 A_1 - 2abA_1}{(a^2 + 2ab)^2} \quad (56)$$

Faßt man die entsprechenden Terme zusammen, so gilt:

$$\frac{dw_1}{db} = \frac{a^2(A_2 - A_1)}{(a^2 + 2ab)^2} \quad (57)$$

Setzt man die Funktionen von A_1 und A_2 ein, so folgt:

$$\frac{dw_1}{db} = \frac{a^2[aw_2 + b(w_2 - w_1) - aw_1 - b(w_1 - w_2)]}{(a^2 + 2ab)^2} \quad (58)$$

Multipliziert man innerhalb der eckigen Klammer aus, so resultiert:

$$\frac{dw_1}{db} = \frac{a^2[aw_2 + 2bw_2 - aw_1 - 2bw_1]}{(a^2 + 2ab)^2} \quad (59)$$

Zieht man ein a in die eckige Klammer, so folgt:

$$\frac{dw_1}{db} = \frac{a[a^2w_2 + 2abw_2 - a^2w_1 - 2abw_1]}{(a^2 + 2ab)^2} \quad (60)$$

Klammert man jeweils w_2 und w_1 aus, so folgt:

$$\frac{dw_1}{db} = \frac{a[(a^2 + 2ab)w_2 - (a^2 - 2ab)w_1]}{(a^2 + 2ab)^2} \quad (61)$$

Nach Ausklammern von $(a^2 + 2ab)$ gilt:

$$\frac{dw_1}{db} = \frac{a[(a^2 + 2ab)(w_2 - w_1)]}{(a^2 + 2ab)^2} \quad (62)$$

Kürzt man nun $(a^2 + 2ab)$ in Zähler und Nenner, erhält man:

$$\frac{dw_1}{db} = \frac{a(w_2 - w_1)}{a^2 + 2ab} \quad (63)$$

Diese Gleichung stimmt dann mit Gleichung (13) überein.¹⁰¹

¹⁰¹Dies ist die Gleichung P7 im Originalpaper

Da $w_2 > w_1$, ist $\frac{dw_1}{db} > 0$. Somit wird das Unternehmen den Lohnsatz des unproduktiveren Agenten erhöhen.

Gleichung (14) könnte man analog herleiten, darauf wird jedoch verzichtet.¹⁰²

$$\frac{dw_2}{db} = \frac{a(w_1 - w_2)}{a^2 + 2ab} \quad (64)$$

Da $w_2 > w_1$, ist $\frac{dw_2}{db} < 0$. Somit wird das Unternehmen den Lohnsatz des produktiveren Agenten reduzieren.

Herleitung Gleichung (15)(P9)

Im Basisszenario ($b = 0$) gilt für den Lohnsatz des unproduktiveren Agenten: $A_1^e = aw_1^e$ und somit $w_1^e = \frac{A_1^e}{a}$. Analog dazu gilt für den Lohnsatz des produktiven Agenten: $A_2^e = aw_2^e$ und somit $w_2^e = \frac{A_2^e}{a}$.

Somit gilt für das Lohndifferenzial:

$$w_2^e - w_1^e = \frac{A_2^e - A_1^e}{a} \quad (65)$$

Im Szenario ($b > 0$) gelten die beiden Lohnniveaus: $w_1 = \frac{aA_1 + bA_1 + bA_2}{a^2 + 2ab}$ und $w_2 = \frac{aA_2 + bA_1 + bA_2}{a^2 + 2ab}$. Für das Lohndifferenzial gilt demnach:

$$w_2 - w_1 = \frac{aA_2 - aA_1}{a^2 + 2ab} \quad (66)$$

Für das Verhältnis der beiden Lohndifferenziale in den beiden Szenarien gilt somit:

$$\frac{w_2 - w_1}{w_2^e - w_1^e} = \frac{\frac{A_2 - A_1}{a + 2b}}{\frac{A_2^e - A_1^e}{a}} \quad (67)$$

¹⁰²Dies ist die Gleichung P8 im Originalpaper

Da gezeigt werden konnte, dass die Effort-Levels sich in den beiden Szenarien nicht unterscheiden, muss keine weitere Differenzierung durch den hochgestellten Index e erfolgen. Somit kann der Ausdruck $(A_2 - A_1)$ herausgekürzt werden. Es folgt somit:

$$\frac{w_2 - w_1}{w_2^e - w_1^e} = \frac{a}{a + 2b} = \frac{1}{1 + \frac{2b}{a}} < 1 \quad (68)$$

Diese Gleichung stimmt mit Gleichung (15) im Originaltext überein.¹⁰³

Herleitung w_2/w_1 : Gleichung (34) (P15)

Für das Verhältnis von w_2 und w_1 resultiert dann:

$$\frac{w_2}{w_1} = \frac{\frac{A_2}{a}}{\frac{aA_1 + bA_2}{a(a+b)}} \quad (69)$$

Eliminiert man den Doppelbruch, so gilt:

$$\frac{w_2}{w_1} = \frac{a(a+b)A_2}{a(aA_1 + bA_2)} \quad (70)$$

Kürzt man a aus Zähler und Nenner und multipliziert anschließend im Zähler die Klammer aus, so folgt:

$$\frac{w_2}{w_1} = \frac{aA_2 + bA_2}{aA_1 + bA_2} \quad (71)$$

Erweitert man den rechten Bruch mit $1/a$, so folgt:

$$\frac{w_2}{w_1} = \frac{A_2 + \frac{b}{a}A_2}{A_1 + \frac{b}{a}A_2} \quad (72)$$

Diese Gleichung stimmt mit Gleichung (34) (P15) im Paper überein!

$$\frac{w_2}{w_1} = \frac{(1 + \frac{b}{a})A_2}{A_1 + \frac{b}{a}A_2} \quad (73)$$

¹⁰³Dies ist Gleichung P9 im Originaltext.

Literaturverzeichnis

- Adams, Stacy J. (1963): Toward an Understanding of Inequity, *Journal of Abnormal and Social Psychology*, November 1963, S. 422 – 436.
- Baker, George P.; Jensen, Michael C.; Murphy, Kevin J. (1988): Compensation and Incentives: Practice vs. Theory, in: *The Journal of Finance*, Vol. 43(3), S. 593 – 616.
- BDI, BDA und GDV (2005): Stellungnahme vom 27.04.2005 zum Referentenentwurf eines Gesetzes über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen – VorStOG-RefE, URL: http://www.jura.uni-augsburg.de/de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsgeschichte/vorstog_geschichte/vorstog_pdfs/stellungnahme_bdi_bda_gdv.pdf
- Bernhard, Wolfgang (2004): Corporate Governance statt Unternehmensführung?, in: *RIW*, 6/2004, 50. Jahrgang, S. 401 – 408.
- Bollen, Kenneth A; Jackman, Robert W (1990): Regression Diagnostics: An Expository Treatment of Outliers and Influential Cases, in: Fox, John; Long, J. Scott, (eds): *Modern methods of data analysis*. Newbury Park (Calif.); Sage, S. 257 – 291.
- Bundesregierung (2005): Gesetzentwurf der Bundesregierung: Entwurf eines Gesetzes über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz-VorstOG) vom 18. Mai 2005, URL: http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsgeschichte/vorstog_geschichte/vorstog_pdfs/02_regentw_vorstog_2005_05_18.pdf
- Charness, Gary; Kuhn, Peter (2004): Do co-workers' wages matter? Theory and evidence on wage secrecy, wage compression and effort, *IZA Discussion Paper Nr. 1417*, URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=511502
- Conyon, Martin J.; Schwalbach, Joachim (2002): European Differences in Executive Pay and Corporate Governance, in: *Ergänzungsheft der Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 70. Jg., Heft 1, S. 97 – 114.
- Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (2003): Vergütungsberichte der DAX-30 Unternehmen im Test, URL: <http://www.dsw-info.de/Vorstandsverguetung.2003.234.0.html>
- Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (2004): Vergütungsberichte der DAX-30 Unternehmen im Test, URL: <http://www.dsw-info.de/Vorstandsverguetung.2004.421.0.html>
- Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (2005a): Vergütungsberichte der DAX-30 Unternehmen im Test, URL: <http://www.dsw-info.de/Vorstandsverguetung.2005.570.0.html>

- Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (2005b): Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Vorstandsvergütungs-Offenlegungs-Gesetzes (VorstOG), URL: http://www.dsw-info.de/Stellungnahme_zum_VorstOG.509.98.html
- Deutsches Aktieninstitut (2005): Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes über die Offenlegung der Vorstandsvergütung (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz) vom 28. April 2005, URL: http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsgeschichte/vorstog_geschichte/vorstog_pdfs/stnahme.dai.pdf
- Deutscher Bundestag (2005): Drucksache 15/5860 vom 29.06.2005, Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschuss) a) zu dem Gesetz der Abgeordneten Joachim Strünker, Olaf Scholz, Erika Simm, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der SPD sowie der Abgeordneten Dr. Thea Dückert, Jerzy Monatg, Volker Beck (Köln) und der Fraktion BÜNDNIS 90/Die Grünen -Drucksache 15/5577-, Entwurf eines Gesetzes über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz -VorstOG), b) zu dem Gesetzentwurf der Abgeordneten Rainer Funke, Rainer Brüderle, Daniel Bahr (Münster), weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP -Drucksache 15/5582-, Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung der Eigentümerrechte einer Aktiengesellschaft (1. Eigentümerrechte-Stärkungsgesetz - EigStärkG).
- Ezzamel, Mahmoud; Watson, Robert (1998): Market comparison earnings and the bidding-up of executive cash compensation: Evidence from the United Kingdom, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 41(2), S. 221 – 231.
- Fritsch, Michael; Wein, Thomas; Ewers, Hans-Jürgen (2005): *Marktversagen und Wirtschaftspolitik*, 6. Auflage, München.
- Jensen, Michael C.; Murphy, George P. (1990): CEO Incentives – It's Not How Much You Pay, But How, in: *Harvard Business Review*, Vol. 68(3), S. 138 – 149.
- Kiethe, Kurt (2004): Aktienoptionen für den Vorstand im Maßnahmenkatalog der Bundesregierung – ein Beitrag zur Überregulierung des Aktienrechtes, in *WM* 10/2004, S. 458 – 466.
- Kohler, Ulrich; Kreuter, Frauke (2001): *Datenanalyse mit Stata*; Oldenbourg Verlag, München.
- Kohnert, Nicole; Warlimont, Guido; Ehrlich, Peter (2005): Chefgehälter bleiben intransparent, in *FTD* vom 1/2/3 April 2005, Nr. 63, S. 1.
- Kohnert, Nicole (2005): Veröffentlichten Gehältern fehlt Transparenz, in *FTD* vom 1/2/3 April 2005, Nr. 63, S. 1.

- KPMG Audit Committee Institute (2005a): Audit Committee Quarterly III/2005.
- KPMG Audit Committee Institute (2005b): Audit Committee Quarterly II/2005.
- KPMG (2003): Rechnungslegung nach US-amerikanischen Grundsätzen, Düsseldorf 2003.
- Lücke, Oliver (2005): Die Angemessenheit von Vorstandsbezügen – der erste unbestimmte Rechtsbegriff?, in: NZG 8. Jahrgang, S. 692 – 697.
- Martens, Klaus-Peter (2005): Die Vorstandsvergütung auf dem Prüfstand, in ZHR (169), S. 124-154.
- Maul, Silja; Lanfermann, Georg (2004): Europäische Corporate Governance – Stand der Entwicklungen, in: Betriebsberater, 59. Jg., Heft 35, S. 1861 – 1868.
- Moorhead, Gregory; Griffin, Ricky W. (2004): Organizational Behavior – Managing People and Organizations, Seventh Edition, Houghton Mifflin Company, Boston.
- Rieke, Torsten (2006): US-Börsenaufsicht fordert Klartext in: Handelsblatt vom 17.01.2006, URL: <http://www.handelsblatt.com/pshb?fn=tt&sfm=go&id=1172806>.
- Ringleb, Henrik-Michael (2005): Ausweis der Vergütung im Anhang (Kodex 4.2.4), in: Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex, S. 188-194, hrsg. Von Ringleb, Henrik-Michael et al, München.
- Rode, Oliver (2006): Der Wechsel eines Vorstandsmitgliedes in den Aufsichtsrat – eine gute Corporate Governance?, in: Betriebsberater, 61. Jg. (Heft 7), S. 341 – 344.
- Schwalbach, Joachim; Graßhoff, Ulrike (1997): Managervergütung und Unternehmenserfolg, in Zeitschrift für Betriebswirtschaft 67. Jg., Nr. 2., S. 203 – 217.
- SEC (2005): SEC votes to propose changes to disclosure requirements concerning executive compensation and related matters, URL: Disclosure executive pay <http://www.sec.gov/news/press/2006-10.htm>.
- SEC (1997): SEC Division of Corporate Finance Manual of Publicly available telephone Interpretations J. Item 402 of regulation S-k, URL: http://www.sec.gov/interps/telephone/cftelinterps_item402.pdf
- Shleifer, Andrei und Vishny, Robert W. (1997): A survey of Corporate Governance, in: The Journal of Finance, Vol. LLII, No. 2, S. 734 – 783.
- Spiegel online (2006): Middelhoff legt Gehalt vor Abiturienten offen, URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,397107,00.html>.

- Spindler, Gerald (2005): Das Gesetz über die Offenlegung von Vorstandsvergütungen – VorstOG, in: NZG, 8. Jahrgang, S. 689 – 691.
- Spindler, Gerald (2004): Vergütung und Abfindung von Vorstandsmitgliedern, in: DStR 1-2/2004, . Jahrgang, S. 36 – 45.
- Strieder, Thomas (2005): Individualisierte Angabe von Vorstandsbezügen im Anhang, in: Der Betrieb, 58. Jahrgang (Heft 18), S. 957 – 960.
- Tower Perrin (2005): Corporate Governance Report 2005, URL: http://www.towersperrin.com/hrservices/webcache/towers/Germany/publications/Reports/Corp_Gov_2005/Corporate_Gov_2005.pdf
- v. Werder, Axel, Talaulicar, Till (2005): Kodex Report 2005: Die Akzeptanz der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: Der Betrieb, 58. Jahrgang (Heft 36), S. 841 – 846.
- v. Werder, Axel, Talaulicar, Till und Kolat, Georg (2004): Kodex Report 2004: Die Akzeptanz der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: Der Betrieb, 57. Jahrgang (Heft 26), S. 1377 – 1382.
- v. Werder, Axel, Talaulicar, Till und Kolat, Georg (2003): Kodex Report 2003: Die Akzeptanz der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: Der Betrieb, 56. Jahrgang (Heft 35), S. 1857 – 1863.
- Wagenhofer, Alfred; Ewert, Ralf (2002): Externe Unternehmensrechnung, Berlin, Heidelberg, New York.
- Winter, Stefan (1996): Prinzipien der Gestaltung von Managementanreizsystemen, Wiesbaden.
- Witt, Peter (2003): Corporate Governance-Systeme im Wettbewerb, Wiesbaden.
- Zinser, Alexander; Spreng, Nicole (2004): Der neue britische Corporate Governance Kodex: mit rechtsvergleichenden Betrachtungen zur deutschen Regelung, in ZVglRWiss (103), S. 401 – 431.

4 Borussia Dortmund in der Kritik – 'Wichtig ist *nicht* nur auf dem Platz'

4.1 Einleitung

Ende des Jahres 2003 geriet der einzige deutsche börsennotierte Fußballverein – die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA – in die Kritik der Öffentlichkeit. Es wurde befürchtet, dass die aus der Kirch-Pleite resultierenden geringeren Einnahmen aus der TV-Vermarktung und das frühe Aus in den europäischen Wettbewerben erhebliche Liquiditätsengpässe und Ertragsprobleme im laufenden Geschäftsjahr hervorrufen könnten. Im Kicker (Hennecke 2003a) und der Süddeutschenzeitung (Röckenhaus 2003) war zu lesen, dass Dortmund plane, eine 100.000.000 Euro Anleihe aufzunehmen, um den etwaig existierenden Liquiditätsschwierigkeiten zu begegnen. Der Vorstand von Borussia Dortmund dementierte auf einer Pressekonferenz die wesentlichen Aussagen der beiden o. g. Artikel.

In diesem Kapitel wird anhand der veröffentlichten Geschäftsberichte eine Klärung der angesprochenen Sachverhalte vorgenommen. Es zeigt sich jedoch, dass die in den Geschäftsberichten veröffentlichten Informationen nicht ausreichen, um eine abschließende Beurteilung der Finanzlage vorzunehmen.

Anschließend wird im Rahmen des Reversed News Modells nachgewiesen, dass die aktuellen Veröffentlichungen bezüglich der Liquiditäts- bzw. Rentabilitätslage von Borussia Dortmund deren Börsenkurs signifikant beeinflusst haben. Eine Verbesserung der Corporate Governance scheint somit dringend

geboten.¹⁰⁴

4.2 Der Versuch einer Analyse der Geschäftsberichte

4.2.1 Die Analyse der Bilanz

Trotz der angeblichen Liquiditätsprobleme findet man auf der Aktivseite der Bilanz zum Stichtag 30.06.2003 mehr als 100 Mill. Euro an finanziellen Mitteln, was mehr als 40 % der Bilanzsumme entspricht. Diese finanziellen Mittel werden in Form von

- Kasse und Guthaben bei Kreditinstituten (70,3 Mill. Euro),
- Wertpapieren des Anlage- (13,8 + 17,5 Mill. Euro) sowie
- des Umlaufvermögens (1,4 Mill. Euro) gehalten (vgl. Tabelle 22).

Der Marktwert von Borussia Dortmund betrug zum Jahresende 2003 jedoch lediglich 66,7 Mill. Euro¹⁰⁵ und ist somit sogar geringer als das Guthaben bei den Kreditinstituten.

Obwohl in 2002/2003 ein Konzerngewinn in Höhe von 3,3 Mio. Euro ausgewiesen wurde, scheint die Marke 'Borussia Dortmund' aus Sicht des Kapitalmarktes keinen über die liquiden Mittel hinausgehenden Wert darzustellen. Die Kapitalmarkttheorie unterstellt, dass eine Informationseffizienz im halbstrengen Sinne vorliegt, also alle öffentlich zugänglichen Informationen in den Aktienkurs "eingepreist" sind. Besteht in diesem konkreten Fall

¹⁰⁴Unter Corporate Governance versteht man den Aufbau und die Struktur jener Institutionen, welche das Management dazu anregen und zwingen, den Gewinn für den Shareholder bzw. Stakeholder zu maximieren. Siehe Lehmann/Weigand (2002) für eine detaillierte Analyse der Besonderheit der Corporate Governance von deutschen Fußballunternehmen. Zu den potenziellen Interessenskonflikten zwischen den verschiedenen Stakeholdern in einem professionellen Fußballverein, siehe auch Morrow (1999), S. 157ff.

¹⁰⁵19,5 Mio. Aktien zu einem Kurs von 3,42 Euro (31.12.2003) je Stück bewertet.

Tabelle 22: Borussia Dortmund Konzernbilanz zum 30. Juni 2003

Aktiva		Passiva	
A. Anlagevermögen		A. Eigenkapital	
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	55,3	I. Gezeichnetes Kapital	19,5
II. Sachanlagen	27,5	II. Kapitalrücklagen	135,6
III. Finanzanlagen		III. Gewinnrücklagen	0,2
1. Anteile an verbundenen Unternehmen	0,0	IV. Verlustvortrag	-10,1
2. Beteiligungen	1,9	V. Konzerngewinn	3,3
3. Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	0,1	VI. Ausgleichsposten für	0,08
4. Wertpapiere des Anlagevermögens	13,8	Anteile in Fremdbesitz	
5. Sonstige Ausleihungen	17,5		
B. Umlaufvermögen		B. Sonderposten mit	0,7
I. Vorräte	1,9	Rücklagenanteil	
II. Forderungen und sonst. Vermögensgegenstände		C. Rückstellungen	7,5
1. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38,4	D. Verbindlichkeiten	73,5
2. Forderungen gegen assoziierte Unternehmen	0,0	E. Rechnungsabgrenzungsposten	9,8
3. Sonstige Vermögensgegenstände	5,6		
III. Wertpapiere			
1. Eigene Anteile	0,08		
2. Sonstige Wertpapiere	1,4		
IV. Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	70,3		
C. Rechnungsabgrenzungsposten	6,3		
	240,1		240,1

Quelle: Geschäftsbericht von Borussia Dortmund 2002/2003, S. 55f. Angaben in Mio. Euro.

dennoch die Möglichkeit, dass der Kapitalmarkt Informationen ineffizient verarbeitet und sich somit über den wahren Wert von Borussia Dortmund irrt?

Drei Jahre nach dem Börsengang werden immer noch die hieraus resultierenden liquiden Mittel als Finanzaktiva gehalten. Diese Tatsache steht im Kontrast zur im Verkaufsprospekt genannten Devise, die aus dem Börsengang generierten Gelder in *Steine & Beine* zu investieren.¹⁰⁶ Zwar ist das Stadion inzwischen ausgebaut, die Finanzierung erfolgte jedoch extern.¹⁰⁷ Welche Art von Geschäft sich jedoch genau hinter der Stadiontransaktion verbirgt, wird nicht genau erläutert. Im Geschäftsbericht (2002/2003, S. 26)

¹⁰⁶Zu den unterschiedlichen Motiven des Going Publics eines Fußballunternehmens, siehe Zacharias (1999), S.109ff.

¹⁰⁷Vgl. Dietl/Pauli (2002) für eine ökonomische Analyse der verschiedenen Möglichkeiten der Stadionfinanzierung in der Fußball Bundesliga.

heißt es: *”Nach 15 Jahren besteht für Borussia Dortmund die Möglichkeit, 94 % der Anteile an der Stadiongesellschaft zu übernehmen. Der Rückkaufspreis für das schuldenfreie Westfalenstadion kann aus den Erträgen eines aufgezinnten Depots aufgebracht werden, das Borussia Dortmund mit 48,5 Mio. Euro eingerichtet und zur Besicherung des zukünftigen Kaufpreisanspruchs verpfändet hat.”* Im Finanzteil des Geschäftsberichts heißt es weiter: Im Berichtszeitraum hat die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA ihre Beteiligung an der Westfalenstadion Dortmund GmbH & Co. KG veräußert und einen Ertrag von 26.263 TEuro als Entkonsolidierungserfolg im Konzernabschluss erzielt. (vgl. Borussia Dortmund 2002/2003, S. 26).

Dieses Geschäft lässt bei gegenwärtigen und potenziellen Investoren folgende Fragen aufkommen:

- Besteht nur die Möglichkeit eines Rückkaufs des Stadions oder besteht eine konkrete vertragliche Verpflichtung zum Rückkauf?
- Wenn tatsächlich nur eine Option bestünde, warum wurde dann das Depot als Sicherheit verpfändet? Falls Borussia Dortmund verfügungsbeschränkt ist, und somit über das Depot nicht frei verfügen darf, verändert sich die beschriebene Liquiditätslage erheblich.

Dass der Käufer – die Molsiris GmbH & Co. KG – *”alle Anteile an der Westfalenstadion GmbH & Co. KG über einen geschlossenen Immobilienfonds unter einer breiten Anlegerschaft platziert hat”* (Borussia Dortmund 2002/2003, S. 26), lässt darauf schließen, dass die finalen Erwerber der Fondsanteile einen über dem Körperschaftsteuersatz von Borussia Dortmund liegenden Grenzeinkommenssteuersatz haben. Die Transaktion trägt Züge eines Steuersparmodells – ein weiterer Hinweis darauf, dass eine

Rückabwicklung der Transaktion erfolgen muss, wenn die steuerlichen Abschreibungsmöglichkeiten entfallen.

Durch die Veräußerung der Kommanditbeteiligung an der Westfalenstadion GmbH & Co. KG wurden im Geschäftsjahr 2002/03 die stillen Reserven dieser Beteiligung als sonstige betriebliche Erträge realisiert. Da der Konzerngewinn im Geschäftsjahr 2002/2003 bei 3,3 Mio. Euro liegt, wird deutlich, dass ohne diese Transaktion ein Verlust hätte ausgewiesen werden müssen.

Im nächsten Abschnitt erfolgt daher eine Analyse der Entwicklung der Ertragslage im Zeitablauf, um aus der Gewinn- und Verlustrechnung Gründe für die geringe Marktkapitalisierung von Borussia Dortmund abzuleiten. Ein besonderes Augenmerk wird hier auf die Analyse der sonstigen betrieblichen Erträge gelegt.

4.2.2 Analyse der Ertragslage

Tabelle 23 zeigt die Struktur der Umsatzerlöse im Zeitablauf. Wichtigste Einnahmequelle im Geschäftsjahr 2002/2003 sind mit 39 % die Einnahmen aus der TV-Vermarktung.¹⁰⁸ Zweitwichtigste Einnahmequelle ist das Sponsoring mit 34 %, gefolgt von Ticketing (14 %)¹⁰⁹ und Merchandising (12 %).

Im Rahmen einer dynamischen Analyse der Ertragsstruktur muss jedoch

¹⁰⁸Siehe Elter (2002) bezüglich der Möglichkeiten der Vermarktung medialer Rechte im Fußball. Zur Rolle der Medien, siehe auch Quirk/Fort (1999), S. 27ff.

¹⁰⁹Siehe die Arbeiten von Gärtner/Pommerehne (1978) sowie Czarnitzki/Stadtmann (2002) für eine Analyse der wichtigsten Einflussfaktoren auf das Zuschauerverhalten. Neben der Witterung und der Entfernung zwischen den Städten der beteiligten Vereine beeinflusst insbesondere der sportliche Erfolg das Zuschauerverhalten in der Fußball Bundesliga. Für einen Überblick der verschiedenen ökonomischen Ansätze zur Schätzung der Nachfrage nach Fußball, siehe auch Dobson/Goddard (2001).

Tabelle 23: Wichtige Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung

	2002/2003		2001/2002		2000/2001	
Ticketing	17.898	14 %	19.619,6	17 %	14.972,4	18 %
Sponsoring	44.260	34 %	30.782,1	27 %	16.258,8	19 %
TV-Vermarktung	49.919	39 %	45.975,7	41 %	19.339,1	23 %
Transfererlöse	316	0 %	1.235,5	1 %	25.259,6	30 %
Merchandising	15.692	12 %	12.672,7	11 %	7.512,6	9 %
Vermietung und Verpachtung	97	0 %	532,3	0 %	212,4	0 %
Übrige Umsatzerlöse	931	1 %	2.161,1	2 %	1.290	2 %
Gesamte Umsatzerlöse	129.113	100 %	112.979,0	100 %	84.844,9	100 %
Sonstige betriebliche Erträge	33.143		37.406,6		29.720,5	
Konzerngewinn	3.256,9		755,4		-10.920,7	

Quelle: Jeweiliger Geschäftsbericht der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA. Die Kennzahlen des Jahres 2001/2002 sind somit nicht an den Konsolidierungskreis des Jahres 2002/2003 angepasst. Angaben in tausend Euro.

berücksichtigt werden, dass Borussia Dortmund in der Saison 2000/2001 nicht für einen europäischen Wettbewerb qualifiziert war und somit die Ertragsstruktur entsprechend verzerrt ist.

Wie bereits erläutert resultieren die sonstigen betrieblichen Erträge des Geschäftsjahres 2002/2003 zu einem großen Teil aus dem Entkonsolidierungserfolg der Westfalenstadion Dortmund GmbH & Co. KG und beeinflussen das Konzernergebnis somit einmalig. Operativ aus der laufenden Geschäftstätigkeit resultiert ein um den Entkonsolidierungserfolg bereinigter Verlust von ca. 23 Mio. Euro.

Im Geschäftsjahr 2001/2002 wird das Konzernergebnis ebenfalls nachhaltig durch einmalige Ergebnisbeiträge aus Einräumung einer Unterbeteiligung von 32 % an der Westfalenstadion Dortmund GmbH & Co. KG erzielt. Durch dieses Geschäft mit der Düsseldorfer Molacra Vermietungsgesellschaft wurde ein Ertrag von 22.948 TEuro generiert.¹¹⁰ Um diesen Effekt bereinigt

¹¹⁰Ferner wurden Agenturtrträge aus der Neuordnung der Vertragssituation bei der Ver-

ergibt sich ein operativer Verlust in Höhe von mehr als 22 Mio. Euro. Für den externen Bilanzleser ergibt sich folgende Frage: Warum wird in der Saison (2001/2002) der Molacra Vermietungsgesellschaft eine Unterbeteiligung eingeräumt, die im folgenden Geschäftsjahr wieder rückgängig gemacht wird?

Zum einen lässt diese Transaktion erkennen, dass Borussia Dortmund keine langfristig angelegte strategische Finanzplanung betreibt. Zum anderen wird deutlich, dass das Konzernergebnis durch diese Transaktion verbessert wurde.

Die Geschäftsentwicklung in den fußballaffinen Geschäftsbereichen hat sich zudem nicht durchgehend so entwickelt wie geplant. Im Jahr 2000/2001 wurde mit dem Unternehmen goool.de Sportswear GmbH ein eigenes Unternehmen als Ausrüster für die Lizenzmannschaft gegründet.¹¹¹ Die Opportunitätskosten dieser Investition in einen eigenen Ausrüster sind jene Einnahmen, welche Borussia Dortmund hätte alternativ durch einen Vertrag mit einem etablierten Sportartikelhersteller erzielen können. Unterstellt man für Dortmund eine ähnliche Werbewirkung wie für Bayern München, so verzichtet Dortmund auf ca. 6 Mio. Euro pro Spielzeit.¹¹²

Die Marke goool.de konnte sich jedoch gegen die etablierten Marken wie marktung von Fernsehrechten, Werbung und Sponsoring i. H. v. 9.561 TEuro erzielt. (vgl. Borussia Dortmund 2001/2002, S. 78).

¹¹¹Borussia Dortmund (2000), S. 47 beschreibt die angestrebte Marktpositionierung von goool.de wie folgt: *„Das Unternehmen goool.de will sich im Markt als klassischer Sport- und Freizeithersteller positionieren und sieht daher vor allem die Sportausrüster adidas und Nike sowie im Freizeitbereich Dickies, Fishbone und H & M als Konkurrenten an.“*

¹¹²Bayern München, die Nummer 1 in Sachen Ausrüsterverträge, erhält 6,13 Mio. Euro pro Spielzeit von adidas, Hertha BSC an zweiter Position erhält 3,01 Mio. Euro pro Jahr von Nike. Eine Aufstellung bezüglich der Ausrüsterverträge aller Bundesligavereine findet man in WGZ-Bank (2002), S. 57.

adidas, Puma oder kappa nicht wirklich durchsetzen. Puma (2002) weist beispielsweise einen konsolidierten Konzernumsatz in Höhe von mehr als 900 Mio. Euro aus und verausgabte allein für Werbung und Vertrieb 114 Mio. Euro. Trigema, ein Unternehmen, das in den 80er Jahren noch als Ausrüster in der Bundesliga aktiv war, sich in den letzten Jahren jedoch zurückgezogen hat, weist derzeit einen Umsatz von 80,7 Mio. Euro aus (vgl. Böttcher 2003). Im Geschäftsjahr 2002/2003 erzielte das 100 %ige Tochterunternehmen goool.de Umsatzerlöse in Höhe von 6,1 Mio. Euro, hiervon entfallen 1 Mio. Euro auf die Borussia Dortmund KGaA. Der Jahresüberschuss betrug 4,1 TEuro (Borussia Dortmund 2002/2003, S. 29).

Trotz der Gründung von goool.de steht ab der Saison 2004/2005 als Ausrüster der Lizenzspielermannschaft mit Nike wieder eine renommierte externer Sportartikelhersteller als Partner zur Verfügung. Was mit der Hausmarke goool.de geschieht, ist unklar. Zwar wurde von Nike – wie Dr. Niebaum erläuterte – vertraglich eine friedliche Koexistenz der beiden Marken zugesichert, jedoch ist mehr als fraglich, wie eine kleine, unbekannte Marke ohne Reputation im imageträchtigen und daher werbeintensiven Markt der Sportbekleidung zukünftig ohne den Rückenwind der Profimannschaft auskommen soll.¹¹³ Warum zieht sich Borussia Dortmund nicht komplett aus diesem Geschäftsbereich zurück und veräußert konsequenterweise die goool.de Sportswear GmbH? Eine *„Antwort“* findet man im Geschäftsbericht des Jahres 2000/2001. Dort heißt es:

¹¹³Im Zulassungsprospekt hieß es noch hoffnungsvoll: „Die enge Beziehung zu Borussia Dortmund halten die Tochtergesellschaften für einen großen Wettbewerbsvorteil, da sie das nationale und internationale Netzwerk an bestehende Geschäftskontakten für sich verwerten können. Darüber hinaus kann die überdurchschnittliche Bekanntheit der Marke „Borussia Dortmund“ über einen Imagetransfer für den eigenen Markenaufbau genutzt werden, ohne dass ein erheblicher Marketingaufwand erforderlich wird.“ Vgl. Borussia Dortmund (2000), S. 47.

”Unter den sonstigen betrieblichen Erträgen sind im Geschäftsjahr 2000/2001 Erträge aus dem Verkauf der Marken ’gool’ und ’Borussia Park’ in Höhe von rd. 27.483 T Euro realisiert worden, die wesentlichen Einfluß auf das Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage haben. Die Gesellschaft hat ausschließlich Rücklizenzierungsverträge über die Marken abgeschlossen, die ihr eine umfassende, weltweite und ausschließliche Lizenz einräumen. Ab 30. Juni 2005 besteht jährlich die Möglichkeit des Rückerwerbs bzw. der Rückübertragung der Marken durch die Gesellschaft zu festgelegten Bedingungen.” (Borussia Dortmund, 2000/ 2001, S. 43). *”Die Erträge aus der Vermarktung dieser Namensrechte dienen der Anschubfinanzierung sowie dem weiteren Ausbau der Teamsportmarke ’gool’ und des Hospitality-Bereichs der Nordtribüne.”* (Borussia Dortmund, 2000/ 2001, S. 16).

Das Konzernergebnis (-10,9 Mio. Euro) im Bilanzjahr 2000/2001 wäre somit schlechter ausgefallen, hätte man dieses Geschäft nicht initiiert. Im selben Geschäftsjahr wurde auch der Evanilson-Transfer mit dem AC Parma ausgehandelt, der in der Tages- und Sportpresse ebenfalls kritisch hinterfragt wurde (vgl. Hennecke 2003b und Röckenhaus 2003).¹¹⁴

Viel interessanter für den Investor ist jedoch, wie sich das zum Aufbau der Marke gool.de in der Vergangenheit initiierte Finanzierungsmodell auf die zukünftige finanzielle Entwicklung des Konzerns auswirken wird. Dies-

¹¹⁴Borussia Dortmund hat in 2000/2001 mit rund 25 Mio. Euro seine bislang höchsten Transfererlöse erzielen können. Der Verkauf der Transferrechte für Evanilson an den AC Parma nahm dabei den größten Anteil ein. ”Evanilson spielt jedoch in der Saison 2001/2002 weiterhin auf der Basis eines Leihvertrages für Borussia Dortmund” (Borussia Dortmund 2000/2001, S. 16).

bezüglich enthält der Verkaufsprospekt folgende Angaben: Zur Finanzierung des Ausbaus der Marke goool.de wurde ein Kauf- und Rücklizenzierungsvertrag mit einem deutschen Finanzdienstleister abgeschlossen. Der Verkaufspreis betrug 20 Mio. Euro zzgl. Mehrwertsteuer. Die Lizenzgebühr wurde auf 10 % des jährlichen Umsatzes, mindestens jedoch auf 7,35 % p.a. des Kaufpreises von 20 Mio. Euro vertraglich festgeschrieben. Ab dem 30. Juni 2005 kann Borussia Dortmund eine Option auf den Rückkauf der Marke für 20 Mio. Euro zzgl. Mehrwertsteuer ausüben (Borussia Dortmund 2000, S. 50).

Die derzeitige Geschäftsentwicklung von goool.de gepaart mit dem Einstieg von Nike als Ausrüster der Lizenzspielermannschaft lässt vermuten, dass Borussia Dortmund diese Option zum nächstmöglichen Zeitpunkt zur Vermeidung zukünftiger negativer Liquiditätseffekte ausüben wird. Benötigt Borussia Dortmund für diesen strategischen Zug die vorgehaltene bzw. aus einer weiteren Anleihe resultierende Liquidität?

Die bisherige Analyse konzentrierte sich auf die Ertragslage von Borussia Dortmund. Als Zwischenfazit kann festgehalten werden, dass zahlreiche Geschäfte getätigt wurden, ohne einem externen Bilanzleser oder potenziellen Investor ausreichende Informationen zur Verfügung zu stellen, die als Fundament einer Investitionsentscheidung dienen können. Ferner ist deutlich geworden, dass die Umsatzerlöse in den drei vergangenen Geschäftsjahren nicht ausgereicht haben, um die Aufwendungen zu decken. Somit scheint es sinnvoll, neben der Ertragslage auch die Entwicklung der Aufwandsstruktur genauer zu untersuchen.

Tabelle 24: Vergleich der Aufwandsstruktur

	2002/2003		1999/2000		Veränderung 2002/2003 gegenüber 1999/2000	
	in TEuro	in % der Umsatzerlöse	in TEuro	in % der Umsatzerlöse	in TEuro	in %
Umsatzerlöse	129.113	100,0 %	97.028	100,0 %	32.085	33,1 %
Personalaufwand	67.921	52,6 %	47.646	49,1 %	20.275	42,6 %
Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens und Sachanlagen	28.163	21,8 %	19.085	19,7 %	9.078	47,6 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	52.547	40,7 %	25.893	26,7 %	26.654	102,9 %
Konzerngewinn	3.257	2,5 %	-803	-0,8 %	4.060	n.a.

Quelle: Borussia Dortmund (2002/2003), S. 59 sowie Borussia Dortmund (2000), S. 96-Pro-forma-Gewinn- und Verlustrechnung.

4.2.3 Analyse der Aufwendungen

Um einen weiteren Einblick in das operative Ergebnis zu erhalten, werden die wesentlichen Aufwandspositionen des Geschäftsjahres 1999/2000 – dies ist das letzte Geschäftsjahr vor dem Börsengang - mit den aktuellen Aufwendungen in Tabelle 24 zur Analyse der Kostendynamik verglichen. Zur Erleichterung des Vergleichs ist in der letzten Spalte der Tabelle 24 die Veränderung der jeweiligen Aufwandsposition berechnet.

Größter Kostenblock ist der Personalaufwand, eine Position, die maßgeblich durch die Spielergehälter beeinflusst wird. Aktuell beträgt das Verhältnis von Personalaufwand zu den Umsatzerlösen 52,6 %, für das Geschäftsjahr 1999/2000 ca. 49,1 %. In absoluten Zahlen erhöhte sich der Personalaufwand um 20,3 Mio. Euro, was insbesondere auf die Neuverpflichtungen im Spielerbereich (siehe Tabelle 25) zurückzuführen ist.

Mittelbar wird auch die Position *„Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände und Sachanlagen“* durch die Neuverpflichtungen beeinflusst. Hier zeigt sich als Besonderheit in der Rechnungslegung von Fußballunternehmen, dass die Transfersumme, also die Anschaffungskosten

eines Spielers, aktiviert und über die jeweilige Vertragslaufzeit abgeschrieben werden.¹¹⁵ Aktuell beträgt die Relation von Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände im Verhältnis zu den Umsatzerlösen 21,8 %. Für 1999/2000 ergibt sich eine Relation von ca. 19,7 %. Absolut hat sich dieser Kostenblock von 19,1 Mio. Euro auf 28,1 Mio. Euro erhöht.

Den zweiten wesentlichen Kostenblock stellt die Position der sonstigen betrieblichen Aufwendungen dar. Vom Geschäftsjahr 1999/2000 bis zum Geschäftsjahr 2002/2003 hat sich diese Position von 25,9 Mio. Euro auf 52,5 Mio. Euro mehr als verdoppelt. Somit wird deutlich, dass zwei Kostentreiber ausgemacht werden können: Dies sind zum einen die GuV-Positionen Personalaufwand und Abschreibungen. Diese Positionen spiegeln wider, dass Borussia Dortmund in erheblichem Maße in neue Spieler investiert hat, was entsprechende Gehaltszahlungen und Abschreibungen auf die aktivierten Transferzahlungen nach sich zog.

Ferner zeigt Tabelle 24, dass die größte Veränderung in der Aufwandsstruktur in der GuV-Position der "sonstigen betrieblichen Aufwendungen" aufgetreten ist. Somit erscheint es sinnvoll, diese Position genauer zu analysieren. Die Zusammensetzung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen für die gewählten Vergleichszeitpunkte kann der Tabelle 26 entnommen werden.

Insbesondere die Aufwendungen für Werbung, u. a. Agenturprovisionen, sowie Kosten für den Spielbetrieb, im Wesentlichen also Kosten der Stadionbewirtschaftung, sind für den Anstieg verantwortlich. Inwieweit diese

¹¹⁵Vgl. Hierzu das BFH Urteil IR 24/91 sowie den Konzernanhang von Borussia Dortmund.

Tabelle 25: Spielertransfers seit Börsengang

Saison	Zugänge	Transfer in Mio. Euro	Abgänge	Transfer in Mio. Euro
2000/2001	Heinrich	4,10	Barbarez	3,50
	Laux	0,20		
	Metzelder	0,20		
	Oliseh	6,10		
	Rosicky	12,50		
2001/2002	Koller	10,70	Nerlinger	6,00
	Ewerthon	7,10		
	Kehl	3,20		
	Amoroso	25,50		
2002/2003	Frings	8,50	Kringe	0,05
	Fernandez	1,50		
2003/2004	Jensen	1,25	Lehmann*	6,00
Summe		80,85		15,55

Quelle: Kicker (verschiedene Ausgaben) und Bild 23.12.2003, S. 13, *Schätzung (www.transfermarkt.de)

Tabelle 26: Sonstiger betrieblicher Aufwand

	2002/2003 in TEuro	1999/2000 in TEuro	Veränderung in TEuro	Veränderung in %
Spielbetrieb	22.534	10.614	11.920	112,3 %
Werbung	20.758	6.032	14.726	244,1 %
Übrige	9.255	9.247	8	0,1 %
Summe sonstiger betrieblicher Aufwand	52.547	25.893	26.654	102,9 %

Quelle: Borussia Dortmund (2002/2003), S. 73 sowie Borussia Dortmund (2000), S. 112 Pro-forma-Gewinn- und Verlustrechnung.

Kosten in der kurzen Frist als fix zu betrachten sind, ist für den externen Betrachter nicht ersichtlich. Borussia Dortmund führt in ihrer Analyse der Geschäftsentwicklung für das Geschäftsjahr 2002/2003 aus, dass die Kosten der Stadionbewirtschaftung insbesondere aus dem geänderten Nutzungsvertrag mit der Westfalenstadion Dortmund GmbH & Co. KG resultiert. Die Kommanditanteile an dieser Gesellschaft waren von Borussia Dortmund mit Wirkung zum 1.1.2003 an die Molsiris GmbH & Co. KG veräußert worden (vgl. Borussia Dortmund 2002/2003, S. 25/26). Da diese Transaktion nach Ablauf von sechs Monaten des Geschäftsjahres stattfand, ist ein weiterer Kostenanstieg für die Zukunft zu erwarten.

4.2.4 Zwischenfazit

Im Rahmen der bisherigen Untersuchung wurde eine Analyse der Liquiditätslage sowie der Ertragslage vorgenommen. Dabei zeigte sich, dass die Aufwendungen in den vergangenen drei Geschäftsjahren stets größer waren als die Umsatzerlöse. Die Konzernergebnisse wurden im erheblichen Umfang durch sonstige betriebliche Erträge und Aufwendungen beeinflusst.

Einem potentiellen Investor werden keine hinreichenden Informationen zur Verfügung gestellt, um insbesondere jene Geschäfte zu beurteilen, welche in den Bilanzpositionen der sonstigen betrieblichen Erträge bzw. sonstigen betrieblichen Aufwendungen zusammengefasst wurden.

In einem weiteren Analyseschritt wird nun überprüft, welche neuen Informationen den Aktienkurs von Borussia Dortmund in der ersten Hälfte der aktuellen Saison 2003/2004 beeinflusst haben. Vor allem ist es interessant, ob

diese kursbeeinflussenden Faktoren eher sportliche Informationen darstellen oder eher dem Bereich der Corporate Governance zuzuordnen sind. Diese detaillierte Analyse erlaubt dann auch, entsprechende Handlungsempfehlungen für das Management abzuleiten.

4.3 Analyse der Aktienkursentwicklung anhand des Reversed-News-Modells

4.3.1 Modellbeschreibung und Modellabgrenzung

Eine zentrale Annahme des News-Modells besteht darin, dass rational handelnde Finanzmarktakteure jede öffentlich verfügbare Information aufgreifen und in den Aktienkurs einfließen lassen. Dies hat zur Folge, dass der Aktienkurs zu jedem Zeitpunkt alle verfügbaren öffentlichen Informationen widerspiegelt und der Aktienmarkt somit eine halb-strenge Informationseffizienz im Sinne von Fama (1970) aufweist.¹¹⁶ Preisveränderungen treten somit nur dann auf, wenn neue, bislang unbekannte und somit in der Preisbildung unberücksichtigte Informationen öffentlich bekannt werden.

Normalerweise werden in einer empirischen Überprüfung des News-Modells in einem ersten Schritt bestimmte News-Kategorien identifiziert. In einem zweiten Schritt wird dann ermittelt, wie sich das Auftreten einer solchen Information auf die Aktienkursentwicklung auswirkt. So kann man z.B.

¹¹⁶Eine halb-strenge Informationseffizienz liegt vor, wenn ein Finanzmarktpreis zu jedem Zeitpunkt sowohl alle Informationen der Kursentwicklung der Vergangenheit als auch alle öffentlich verfügbaren Fundamentalfaktoren (Zinsen, Dividenden, Informationen über die allgemeine Geschäftsentwicklung) inkorporiert. Ist diese Bedingung erfüllt, kann weder durch eine Chart- noch durch Fundamentalanalyse eine Überrendite erzielt werden. Im Gegensatz dazu spricht man von strenger Informationseffizienz, wenn auch alle nicht-öffentlichen, d. h. privaten Informationen (Insiderinformationen) durch das jeweils aktuelle Kursniveau reflektiert werden. Die schwache Form der Informationseffizienz verlangt hingegen nur, dass die Kursentwicklung der Vergangenheit, im gegenwärtigen Kurs reflektiert ist, so dass die Chartanalyse nutzlos wird.

empirisch testen, welche Aktienkursreaktion durch einen Sieg oder eine Niederlage in der Bundesliga oder im UEFA-Pokalwettbewerb hervorgerufen wird (vgl. hierzu Dahlke/Rott 2001 und Stadtmann 2004).¹¹⁷

Eine alternative Vorgehensweise stellt das Reversed-News-Modell dar (Ellison/Mullin 2001). Im Rahmen dieses empirischen Ansatzes wird gerade nicht überprüft, wie sich neue Informationen auf den Aktienkurs auswirken. Vielmehr werden in einem ersten Schritt extreme Aktienkursveränderungen identifiziert, um diese dann in einem zweiten Schritt bestimmten Informationen zuzuordnen.

Die hier eingesetzte Methode weist somit gegenüber der traditionellen Methode den Vorteil auf, dass keine Informationskategorien exogen vorgegeben werden müssen und somit diesbezüglich kein Selection-Bias auftreten kann.¹¹⁸

4.3.2 Empirische Analyse

Um für den Einfluss der allgemeinen Marktentwicklung auf den Aktienkurs zu korrigieren, wird zunächst die tägliche Aktienkursentwicklung von Borussia Dortmund auf eine Konstante und die Veränderung des SDAX regressiert. Die Regression über den gesamten Beobachtungszeitraum, in dem Borussia Dortmund an der Börse notiert ist,¹¹⁹ ergibt folgende Schätzergebnisse (t-Statistiken in Klammern):

¹¹⁷Feddersen/Maennig (2003) testen ebenfalls, ob die Aktienkursentwicklung von Borussia Dortmund mit der Effizienzmarkthypothese vereinbar ist.

¹¹⁸Ein Nachteil dieser Methode besteht sicherlich darin, als dass jene Informationskategorien nicht identifiziert werden, welche einen systematischen signifikanten Einfluss auf den Aktienkurs ausüben, der Einfluss in seiner Größe jedoch relativ gering ist.

¹¹⁹Dies ist der Zeitraum: 31.10.2000 – 30.12. 2003.

$$\Delta BV B = -0,0012 + 0,459\Delta SDAX \quad (74)$$

$$(-1,40) \quad (3,75)$$

Nach Gleichung 74 hat die allgemeine Marktentwicklung (SDAX) durchaus einen signifikanten Einfluss auf die Aktienkursentwicklung von Borussia Dortmund ausgeübt. Der geschätzte Koeffizienten (0,459) ist statistisch signifikant und ökonomisch relevant. Verändert sich nämlich der SDAX um 1 %, so reagierte die Aktie mit einer 0,46 % igen Veränderung in die gleiche Richtung.

Führt man diese Regression jedoch für den Zeitraum 01.08.2003 – 30.12.2003 durch, so ergibt sich für die laufende Saison ein anderes Bild:

$$\Delta BV B = 9,63E - 6 + 0,078\Delta SDAX \quad (75)$$

$$(0,005) \quad (0,22)$$

Die Insignifikanz des geschätzten Koeffizienten für den SDAX kann so interpretiert werden, dass der Aktienkurs von Borussia Dortmund sich im Beobachtungszeitraum tendenziell von der allgemeinen Marktentwicklung abgekoppelt hat: Verändert sich der SDAX um 1 %, so reagierte die Aktie nur mit einer 0,078 %igen Veränderung. Aus dieser Regressionsanalyse kann man schließen, dass im Beobachtungszeitraum unternehmensspezifische neue Informationen die Aktienkursentwicklung dominiert haben.

Die aus dieser Regression 75 gewonnenen absoluten Fehlerterme werden der Größe nach geordnet und über das zum Fehlerterm gehörige Datum einer

Tabelle 27: Die zehn höchsten Kursveränderungen

Datum	BVB Kursniveau	Um allgemeine Marktentwicklung bereinigte relative Kursveränderung	Ereignis
22. Dez. 03	3.41	-9.24 %	100 Mio. Euro Anleihe
28. Aug. 03	3.30	-8.96 %	Nicht-Qualifikation CL
28. Nov. 03	3.61	-5.42 %	UEFA-Cup Aus
23. Dez. 03	3.61	5.35 %	100 Mio. Euro Anleihe
16. Okt. 03	3.68	4.47 %	Norman Rentrop
29. Dez. 03	3.52	-3.68 %	Diskussion um Transparenz
14. Okt. 03	3.41	3.57 %	Kein Ereignis identifiziert
17. Nov. 03	3.75	3.57 %	Kein Ereignis identifiziert
24. Nov. 03	3.70	-3.31 %	Dortmund - Leverkusen 2:2
30. Dez. 03	3.42	-3.09 %	Diskussion um Transparenz

Quelle: Borussia Dortmund (2002/2003), S. 73 sowie Borussia Dortmund (2000), S. 112 Pro-forma-Gewinn- und Verlustrechnung.

Borussia Dortmund spezifischen neuen Information zugeordnet. Dies wurde für die zehn höchsten Kursausschläge in der Tabelle 27 exemplarisch durchgeführt. Tabelle 27 zeigt, dass die

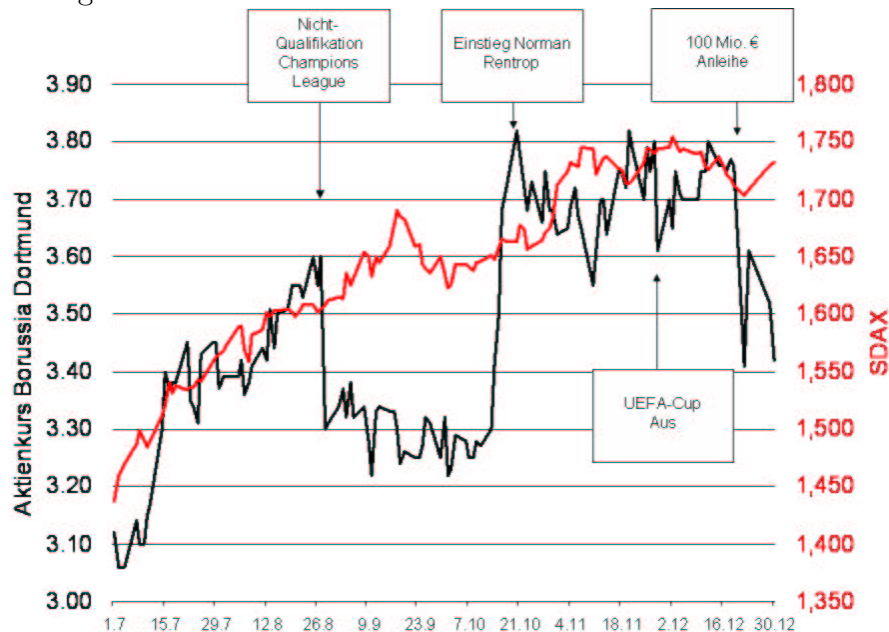
- Nicht-Qualifikation für die Champions League,
- das Aus im UEFA-Cup,
- der Einstieg von Norman Rentrop sowie
- die Information über eine laut Presseberichten geplante Begebung einer 100.000.000 Euro Anleihe

als jene Informationen anzusehen sind, welche die höchsten Kursreaktionen hervorgerufen haben.

In Abbildung 11 wird die Aktienkursentwicklung von Borussia Dortmund der Entwicklung des SDAX gegenübergestellt. Der Einfluss des Eintreffens o. g.

Informationen ist mit Pfeilen hervorgehoben. Drei dieser wichtigen Ereignisse werden im Folgenden genauer analysiert.

Abbildung 11: Aktienkursentwicklung im Vergleich zur allgemeinen Marktentwicklung



Quelle: Datastream.

4.3.3 Drei Fallbeispiele

Nicht-Qualifikation für die Champions-League (27.08.2003) Ein Ereignis, das für alle Finanzmarktteilnehmer eine neue Information darstellte, war die Nicht-Qualifikation für die Champions-League (CL) von BVB in der laufenden Saison 2003/2004. Nach einem 2:1 im Hinspiel gegen den FC Brügge hätten die Borussen am Abend des 27.08.2003 einen 1:0 Heimsieg oder einen Sieg mit mehr als zwei Toren Differenz benötigt, um sich für die erste Hauptrunde der CL zu qualifizieren. Nach regulärer Spielzeit sowie der Verlängerung stand es jedoch 2:1 für Dortmund, das anschließende

Elfmeterschiessen konnte Dortmund jedoch nicht für sich entscheiden. Dieser Spielausgang bedeutete das Aus für die CL und gleichzeitig die Teilnahme am UEFA-Cup Wettbewerb, der in Fachkreisen auf Grund der geringeren Öffentlichkeitswirksamkeit und dementsprechend geringeren Einnahmequellen auch als "Cup der Verlierer" bezeichnet wird.

Am Börsentag nach dem Spielabend musste die Aktie erhebliche Verluste hinnehmen, der Kurs sank von 3,60 Euro auf 3,30 Euro und büßte somit ca. 8,3 % ein. Bei 19,5 Mio. ausgegebenen Aktien bedeutet dies einen Einbruch des Marktwertes um $19,5 * 0,30 = 5,85$ Mio. Euro. Dieser drastische Kursverlust wird nun versucht, im Rahmen des News-Modells zu erklären.

Zunächst ist zu berücksichtigen, dass die Nicht-Qualifikation für die CL die Finanzmarktteilnehmer nicht unerwartet getroffen hat. Aus den Wettquoten auf den Spielausgang kann abgeleitet werden, dass die Chancen für eine Qualifikation des BVB für die CL-Hauptrunde bei ca. 50:50 lagen. Durch die Nichtteilnahme an der ersten Hauptrunde der CL wurde eine garantierte Einnahme in Höhe von 15 Mio. Euro verpasst (Schnell 2003). Da die Chancen zur Qualifikation bei Handelsschluss am Spieltag 50:50 standen, waren 7,5 Mio. Euro der 15,0 Mio. Euro bereits "eingepreist". Weiterhin konnte nach der Nicht-Qualifikation für die CL erwartet werden, dass zumindest ein Heimspiel im UEFA-Pokal in Eigenregie vermarktet werden kann. Der Rückgang der Marktwertes in Höhe von 5,85 Mio. Euro ist daher durchaus in einem Bereich, der rational zu begründen ist.

Der Einstieg eines Großinvestors (16.10.2003) Ein weiteres Ereignis, welches die Aktie im Untersuchungszeitraum erheblich beeinflusst hat,

ist die Veräußerung eines 14,4 % Aktienpakets durch die Deutsche Bank AG. Zu Beginn des Handelstages am 16.10.2003 wurde der Öffentlichkeit mitgeteilt, dass die Elsässer Beteiligungsgesellschaft im Auftrag des Bonner Verlegers Norman Rentrop dieses Aktienpaket übernommen hat (vgl. Borussia Dortmund 2003). Nach Bekanntwerden der Übernahme stiegen die Aktienkurse um bis zu 5,1 % an.

Die Kursreaktion kann durch zwei Phänomene hervorgerufen worden sein: Zum einen ist zu berücksichtigen, dass die Deutsche Bank AG nach dem IPO von BVB ein Aktienpaket von ca. 24,9 % übernahm bzw. im Rahmen der Kurspflege erwarb (vgl. Borussia Dortmund 2002).¹²⁰ Diese Beteiligung wurde dann sukzessive über die Börse abgebaut. Zum Zeitpunkt der Übernahme durch die Elsässer Beteiligungsgesellschaft war die o. g. Beteiligung praktisch auf die Hälfte geschrumpft. Im gesamten Zeitraum, in der der BVB an der Börse notiert war, herrschte somit ein Abgabedruck auf Seiten der Deutschen Bank, der die Kursentwicklung sicherlich nicht positiv beeinflusst hat. Dieser Abgabedruck wurde durch den Verkauf des Restpakets an einen Großaktionär beendet, was einen positiven Kurssprung erklären könnte. Zusätzlich ist zu beachten, dass ein engagierter Großaktionär einen gewissen Druck auf das Management ausüben kann, den Shareholder Value zu erhöhen bzw. zu maximieren.¹²¹

Die Berichterstattung über die 100 Mio. Euro Anleihe (22.12.2003)

Das dritte Ereignis, das eine erhebliche Volatilität im Börsenkurs von BVB hervorgerufen hat, ist die Berichterstattung im Kicker und der Süddeutschen

¹²⁰Zum Einfluss der Deutschen Bank siehe auch die Ausführungen in WGZ-Bank (2002), S. 37 und S. 50.

¹²¹Einschränkend sind jedoch die Besonderheiten der Rechtsform der GmbH & Co. KGaA zu berücksichtigen. Vgl. hierzu Borussia Dortmund (2000).

Zeitung über etwaig existierende Liquiditätsengpässe beim BVB und die Gefahr der Generierung erheblicher Verluste in der Spielzeit 2003/2004 (Hennecke 2003a, 2003b und Röckenhaus 2003). Es wurde berichtet, dass beim BVB die Begebung einer 100.000.000 Euro Anleihe in Planung sei.

In o. g. Zeitungen wurde unterstellt, dass durch eine "kreative Buchführung" im Rahmen von Spielertransfers, dem Verkauf von Stadionanteilen sowie einer vorzeitigen Verbuchung von Sponsorengeldern (Ausrüstervertrag mit Nike) die wirtschaftliche Lage stets positiver gezeichnet wurde, als diese tatsächlich war. So wurden sowohl in der Bilanz 2001/ 2002 als auch in der Bilanz 2002/2003 sonstige betriebliche Erträge von jeweils mehr als 20 Mio. Euro ausgewiesen, die aus der Hebung stiller Reserven im Rahmen der Veräußerung der Anteile am Westfalenstadion resultierten.

Der Aktienkurs reagierte auf diese Meldungen wie folgt: Am 22.12.2003 sank der Kurs von 3,76 Euro auf 3,41 Euro um 9,3 %, stieg am Tag darauf jedoch wieder um 5,9 % an. Somit bleibt festzuhalten, dass am Tag der "Enthüllung" tatsächlich eine erhebliche Kurskorrektur stattgefunden hat. Die Mehrzahl der Pressemeldungen waren für den Kapitalmarkt jedoch keine neuen Informationen, was am Tag darauf zu den beschriebenen Korrekturen führte.

- Es ist seit langem bekannt, dass auf Grund der Kirch-Pleite weniger Geld in die Bundesliga fließt und in der Saison 2003/2004 zu Mindereinnahmen führen wird.
- Zudem ist seit dem Abend des 27.08.2003 bekannt, dass der BVB nicht in der CL spielen wird und seit dem 27.11.2003 auch aus dem UEFA-Cup ausgeschieden ist.

- Auch der Transferdeal um Evanilson war in Fachkreisen offenkundig.¹²²

Als einzig neue Information verbleibt somit, dass das Management vom BVB angeblich prüft, eine neue Anleihe zu begeben – eine Information, die für sich allein genommen weder positives noch negatives kursbeeinflussendes Potenzial haben sollte. Es verbleibt jedoch ein negativer Eindruck auf Grund der unzureichenden externen Kommunikation des Managements, was letztlich insgesamt zu einer negativen Aktienkursentwicklung geführt hat. Durch die Veröffentlichungen in der Sport- und Tagespresse und der Reaktion des Managements ist deutlich geworden, dass die Informationspolitik nicht besonders transparent ist. Finanzmarktakteuren wird es nicht leicht gemacht, sich einen True and Fair View von Borussia Dortmund zu verschaffen. Die derzeitigen Aktionäre können nur hoffen, dass das Management die negative Berichterstattung als Anlass genommen hat, ihre Informationspolitik zu überdenken und zu verbessern. Eine Entsprechung der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex könnte bereits einige Informationsdefizite beseitigen. Damit könnte das Management seinen Teil dazu beitragen, dem Finanzmarkt eine objektivere Bewertung zu vereinfachen.¹²³

Neue Entwicklungen... Veröffentlichung der Halbjahresbilanz (27.02.2004)

Durch die Veröffentlichung der Halbjahresbilanz von Borussia Dortmund ist das Management gezwungen worden, die Auswirkungen auf die Liquiditäts- und Ertragslage bekannt zu geben, welche durch die Nichtqualifikation zur

¹²²Vgl. Hennecke (2003b). So wurde das Transfergeschäft von Bayern Münchens Manager Hoeneß bereits bei Abschluss kritisiert.

¹²³Zur Informationsproblematik, Managementspielräumen und mangelnder Corporate Governance im Profifußball siehe Lehmann /Weigand (2002).

Champions League und das frühe Aus im UEFA-Cup verursacht wurden. Am Ende verbleibt ein Halbjahresverlust in Höhe von 29,4 Mio. Euro. Somit zeigt sich, dass die Journalisten von Kicker und Süddeutscher Zeitung korrekt gearbeitet haben und die prognostizierten Zahlen zutrafen. Folglich zeigten sich die Finanzmarktakteure von der veröffentlichten Halbjahresbilanz auch weitgehend unbeeindruckt. Der Börsenkurs der BVB Aktie wies sogar eine gewisse Aufwärtstendenz auf, was darauf schließen lässt, dass die Finanzmarktakteure ein weitaus größeres Fiasko erwartet hatten.

Erstaunlich ist, dass die erheblichen Verluste von Dortmund nicht zu einer Bilanzverkürzung geführt haben. Normalerweise sollte man bei einem hochliquiden Unternehmen, welches mehr als 70 Mio. Euro im Umlaufvermögen – in Form von Wertpapieren, Kassenbestand und Guthaben bei Kreditinstituten – bilanziert, davon ausgehen, dass ein Verlust in Höhe von 29,4 Mio. Euro auch Spuren im Kassenbestand hinterlassen sollte. Dies ist aber interessanterweise nicht der Fall. Die fehlenden Einnahmen wurden nicht über die Kasse, sondern über zusätzliche Verbindlichkeiten in Höhe von 39,3 Mio. Euro finanziert. Dies lässt die Frage aufkommen, warum die Einnahmeverluste über zusätzliche Schuldenaufnahmen finanziert wurden:

- Ist der Sollzins, den Dortmund für die zusätzlichen Kredite zu zahlen hat, tatsächlich geringer als die Habenzinsen für das Guthaben bei den Kreditinstituten?
- Warum kommt Borussia Dortmund anscheinend seinen diversen Verpflichtungen nicht nach, wenn tatsächlich liquide Mittel vorhanden sind?
- Warum tritt das Management diesbezüglich nicht selbstbewusster auf

und verweist auf die Aktivseite der Bilanz?

Das Management von Borussia Dortmund hat eine weitere Chance verspielt, die Transparenz ihres Geschäftsgebarens zu erhöhen. Da keine Trendumkehr in Bezug auf die Transparenz zu erkennen ist, büßen auch die Aussagen des Managements in Bezug auf eine strategische Neuausrichtung an Glaubwürdigkeit ein.

Am Ende bleibt nur der Cup der Verlierer

Borussia Dortmund hat sich durch das Unentschieden gegen Kaiserslautern am letzten Spieltag der Saison 2003/2004 nicht für den UEFA-Cup qualifizieren können. Was bleibt ist die Chance, über die Ochsentour UI-Cup noch den lukrativen europäischen Wettbewerb zu erreichen. Nichtsdestoweniger wurde ein gewisser Grad an Planungssicherheit verspielt. Wie reagierte die Börse auf diese neue Information? Am ersten Handelstag nach der Entscheidung notierte die Aktie zu einem Kurs von 2,83 Euro – ca. 0,11 Euro unter dem Vortagsniveau. Somit hat sich der Marktwert von Borussia Dortmund um ca. 2,15 Mio. Euro reduziert (19,5 Mio. Aktien * 0,11 Euro). Das Umsatzvolumen war jedoch nur geringfügig erhöht, bis zum Mittag (12:30 Uhr) hatte es an der Frankfurter Börse nur 14 Preisfeststellungen gegeben.

4.4 Fazit und Ableitung von Handlungsempfehlungen

Analysiert man anhand der veröffentlichten Geschäftsberichte die Geschäftsvorfälle der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA, so resultieren aus der Analyse scheinbar mehr Fragen, als Antworten. Ein befriedigender Ausblick auf die Ertragserwartungen des hier analysierten Unternehmens ist aus den vorliegenden Informationen nicht ableitbar. Vielmehr ergeben sich Fragen

über die Nachhaltigkeit des Konzernerfolges, der wiederholt durch einmalige sonstige betriebliche Erträge wesentlich beeinflusst wurde.

Die erheblichen Investitionen in neue Spieler haben sicherlich den sportlichen Erfolg von Borussia Dortmund in den letzten drei Spielzeiten positiv beeinflusst.¹²⁴ Neben zwei dritten Plätzen in der Fußballbundesliga (2000/2001 und 2002/2003) konnte in der Saison 2001/2002 die Deutsche Meisterschaft gewonnen werden. Ferner konnte mit dem Einzug in das UEFA-Pokalfinale 2001/2002 und dem Einzug in die zweite Hauptrunde der Champions League (2002/2003) auch auf europäischer Ebene sportliche Erfolge verbucht werden. Diese sportlichen Erfolge führten jedoch nicht gleichzeitig auch zu einem wirtschaftlichen Erfolg. Vielmehr scheint es, als dass Borussia Dortmund zu hohe Investitionen in Spieler getätigt hat. Dieses Phänomen der Überinvestition in Spieler konnte bereits von Szymanski/Smith (1997) für die Vereine der britischen Profi-Fußballligen gezeigt werden.

Ein Erklärungsansatz für eine *„Überinvestition“* in die Spielstärke der Mannschaft, könnte darin bestehen, dass die Manager von Borussia Dortmund gar nicht das Ziel der Gewinnmaximierung verfolgen.¹²⁵ Dies lässt auch die Frage nach der Zielfunktion der Bundesliga-Manager aufkommen. Swieter (2000, S. 63) führt eine Umfrage unter den Managern der Vereine der 1. und 2. Bundesliga durch. Von den 21 Managern, die geantwortet haben, gaben 14 Manager an, dass sie eine Maximierung des sportlichen Erfolgs unter der Nebenbedingung der Budgetrestriktion als Unternehmensziel

¹²⁴Zu den langfristigen Bestimmungsgründen des sportlichen Erfolgs siehe auch Ziebs (2004) und Frick (2004).

¹²⁵Ein alternativer Erklärungsansatz für die Überinvestition in Spieler könnte auch darin bestehen, dass Manager einem Overconfidence Bias unterliegen (vgl. Franck/Müller 1997 und 2000).

verfolgen. Lediglich drei Manager gaben in der Umfrage an, das Ziel der Gewinnmaximierung zu verfolgen.

Ferner wurde in diesem Beitrag durch den Einsatz des Reversed-News-Modells gezeigt, wie neue Informationen die Aktienkursentwicklung beeinflussen. Anhand von drei Fallbeispielen wurde gezeigt, dass nicht das Ereignis an sich, sondern nur der nicht erwartete und somit neue Teil dieses Ereignisses kursbeeinflussende Wirkung entfaltet. Somit wird deutlich, welche große Bedeutung der Erwartungsbildung der Finanzmarktteilnehmer für die Kursentwicklung beizumessen ist. Spielraum, der aktiv im Rahmen eines effizienten Corporate Governance Konzeptes genutzt werden kann (vgl. Schillhofer 2003).

Eine Frage, die sich anhand der Entwicklung bei Borussia Dortmund aufdrängt, ist die der Anreizkompatibilität der Verträge der Lizenzspieler. Wenn die Ertragssituation von der Qualifikation und dem Weiterkommen im europäischen Wettbewerb abhängig ist, sollten auch die Arbeitsverträge über entsprechende Bonusse variabel ausgestaltet sein.

Ebenfalls verbesserungswürdig scheint die Kommunikation des Managements mit den Journalisten der Tages- und Sportpresse. Statt rechtliche Schritte für als unzutreffend erachtete Presseberichte anzudrohen, sollten diese Presseberichte als Anlass genommen werden, die Finanzkommunikation zu verbessern und dem Kapitalmarkt die gewünschten Informationen zur Verfügung zu stellen. Unzutreffende Veröffentlichungen sollten vielmehr als Chance wahrgenommen werden, durch aktive Finanzkommunikation auf die Erwartungsbildung der Kapitalmarktakteure Einfluss zu nehmen. Ein

modernes Controllingssystem kann dies unterstützen und dem Kapitalmarkt zeitnah die für die Kursbildung relevanten Informationen zu Verfügung stellen, die Erwartungslücke also verringern. Wie das gewählte Fallbeispiel verdeutlicht, sollte unmissverständlich kommuniziert werden, wie sich die Ertragslage der Gesellschaft durch die Nicht-Qualifikation für die Champions League oder das Ausscheiden aus dem UEFA-Cup verändert und welche Implikationen sich für die nahe Zukunft hieraus ergeben.

Beispielhaft sei hier der VfB Stuttgart erwähnt, der vor Kurzem das Konzept der Balanced Scorecard eingeführt, welches auf allen Managementebenen eine konsistente zielorientierte Unternehmenssteuerung gewährleistet (vgl. Handelsblatt 2004).¹²⁶

¹²⁶Zur Balance Scorecard Konzeption, siehe Weber/Schäffer (2000).

Literaturverzeichnis

- Böttcher, Erhard (2003): Trigema: Textile Trutzburg, manager magazin online, 03.09.2003.
- Borussia Dortmund (2000): Verkaufsprospekt.
- Borussia Dortmund (2002): 07.01.2002 – Deutsche Bank hält knapp 28 Prozent an Borussia Dortmund, Ad hoc Mitteilung Borussia Dortmund.
- Borussia Dortmund (2002): Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA ordnet Beteiligungsverhältnisse der Westfalenstadion Dortmund GmbH & Co. KG neu, Ad hoc Mitteilung vom 30.12.2002. URL: <http://www.borussia-aktie.de>.
- Borussia Dortmund (2003): 16.10.2003 – Deutsche Bank veräußert BVB-Beteiligung, Ad hoc Mitteilung Borussia Dortmund.
- Copeland, Thomas E. und Weston, Fred J. (1988): Financial Theory and Corporate Policy, 3. Auflage, Addison-Wesley, Reading Massachusetts.
- Czarnitzki, Dirk und Stadtmann, Georg (2002): Uncertainty of Outcome versus Reputation: Some Empirical Evidence for the German Premier-League Football, Empirical Economics, Vol. 27(1), S. 101 – 112.
- Dahlke, Mirko und Rott, Armin (2001): Fußballaktionäre in der Abseitsfalle? Erste Erfahrungen mit dem BVB-Papier, Dortmunder Diskussionsbeiträge zur Wirtschaftspolitik, Nr. 106, Januar 2001.
- Dietl, Helmut M. und Pauli, Markus (2002): Die Finanzierung von Fußballstadien -Überlegungen am Beispiel des deutschen Profifußballs, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft 4/2002, S. 239 – 262.
- Dobson, Stephen und Goddard, John (2001): The Economics of Football, Cambridge University Press, Cambridge.
- Ellison, Sara Fisher; Mullin, Wallace P. (2001): Gradual Incorporation of Information: Pharmaceutical Stocks and the Evolution of President Clinton's Health Care Reform; in: Journal of Law and Economics, Vol. 44(1), S. 89 – 129.
- Elter, Vera-Carina (2002): Vermarktung medialer Rechte im Fußball, in: FC Euro AG, Analyse der börsennotierten europäischen Fußballunternehmen – Entwicklung und Chancen des deutschen Fußballmarktes, WGZ-Bank, 3. Edition, S. 75 – 91.

- Fama, E.F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: The Journal of Finance, Vol. 25(2), S. 383 – 417.
- Feddersen, Arne und Maennig, Wolfgang (2003): Sportlicher Erfolg und Kapitalmarktbeurteilung – Das Beispiel der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA, Working Paper; forthcoming in: Helmut Dietl (Hrsg.), Globalisierung des wirtschaftlichen Wettbewerbs im Sport, Sportökonomie 4, Tagungsband zur Jahrestagung des Arbeitskreis Sportökonomie.
- Franck, Egon und Müller, Jens Christian (1997): Zur ökonomischen Struktur des sogenannten Rattenrennens, Freiburger Arbeitspapiere 97/15.
- Franck, Egon und Müller, Jens Christian (2000): Fußball-Aktien: Nur ausnahmsweise ein Renner, in: Die Bank 3/2000, S. 152 – 157.
- Frick, Bernd (2004): Die Voraussetzungen sportlichen und wirtschaftlichen Erfolges in der Fußball-Bundesliga, Arbeitspapier, Universität Witten/Herdecke.
- Gärtner, M. und Pommerehne, W.W. (1978): Der Fußballzuschauer – ein homo oeconomicus? Eine theoretische und empirische Analyse, Jahrbuch für Sozialwissenschaften Vol. 29, S. 1089 – 1095.
- Handelsblatt (2004): VfB Stuttgart will auch im Controlling an die Spitze, 22.01.2004, S. 10.
- Hennecke, Thomas (2003a): Borussia Dortmund bemüht sich um eine Riesen-Anleihe, in: Kicker, Nr. 104 vom 22. Dezember 2003, S. 17.
- Hennecke, Thomas (2003b): Geheimer Evanilson-Deal kostet 15 Millionen, in: Kicker, Nr. 104 vom 22. Dezember 2003, S. 18.
- Kicker: Sonderheft Bundesliga, verschiedene Ausgaben.
- Lehmann, Erik und Jürgen Weigand (2002): Mitsprache und Kontrolle im professionellen Fußball: Überlegungen zu einer Corporate Governance, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft 4/2002, S. 43 – 61.
- Morrow, Stephen (1999): The New Business of Football – Accountability and Finance in Football, MacMillan Press, London.
- Puma (2002): Geschäftsbericht.

- Quirk, James und Fort, Rodney (1999): *Hard Ball – The Abuse of Power in Pro Team Sports*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Röckenhaus, Freddie (2003): *Horrorschulden und Bilanztricks: Borussia Dortmund vor dem Finanzcrash*, Süddeutsche Zeitung online 22.12.2003.
- Schillhofer, Andreas (2003): *Corporate governance and expected stock returns: empirical evidence from Germany*, Gabler Edition Wissenschaft, Wiesbaden.
- Schnell, Christian (2003): *Borussia Dortmund verliert auch an der Börse*, Handelsblatt Freitag, den 29. August 2003.
- Stadtman, Georg (2004): *An Empirical Examination of the News Model: The Case of Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA*, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Vol. 74(2), S. 165 – 185.
- Swieter, Detlef (2002): *Eine ökonomische Analyse der Fußball Bundesliga*, Duncker & Humblot, Berlin.
- Szymanski, Stefan und Smith, Ron (1997): *The English Football Industry: Profit, Performance and Industrial Structure*, in: *International Review of Applied Economics*, Vol. 11(1), S. 135 – 153.
- Weber, Jürgen, Utz Schäffer (2000): *Balanced Scorecard & Controlling, Implementierung – Nutzen für Manager und Controller – Erfahrungen in deutschen Unternehmen*, 3. überarbeitete Auflage, Wiesbaden, Gabler-Verlag.
- WGZ-Bank (2002): *FC Eurouro AG*, Düsseldorf.
- Zacharias, Erwin (1999): *Going Public einer Fußball-Kapitalgesellschaft*, Erich Schmidt Verlag Bielfeld.
- Ziebs, Alexander (2004): *Ist sportlicher Erfolg käuflich? Eine diskriminanzanalytische Untersuchung der zentralen Erfolgsfaktoren in der Fußball-Bundesliga*, in: *Sport und Gesellschaft*, Vol. 1(1), S. 30 – 49.

5 Mehr Transparenz am Borsigplatz – Die Entsprechenserklärung der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA zum Deutschen Corporate Governance Kodex

5.1 Einleitung

Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA (im Folgenden Borussia Dortmund) ist in jüngster Zeit sowohl in der Sportpresse, als auch in der Tages- und Finanzpresse wiederholt Gegenstand kritischer Berichterstattung gewesen. Hierbei bezog sich die Kritik der Sportpresse auf die als subjektiv unangemessen hoch vermuteten Gehälter der Geschäftsführung.¹²⁷ In der Tagespresse wurde insbesondere die geplante Platzierung einer Anleihe i.H.v. 100.000.000 Euro, abgesichert durch die Verpfändung von Zuschauer-einnahmen, kritisiert. Es wurde spekuliert, dass insbesondere durch die Mindereinnahmen aus dem europäischen Wettbewerb Verluste in Höhe von 50 Mio. Euro drohen könnten (Röckenhaus 2003a, Dreykluft/Höninghaus 2003). Ferner wurde die ertragswirksame Vereinnahmung eines Ausrüster-vertrags im Konzernabschluss zum 30.06.2003 kritisiert, dessen Laufzeit lt. Presseberichten erst im Geschäftsjahr 2004/05 begänne (Röckenhaus 2003a sowie Meininghaus 2003).

In diesem Artikel wird untersucht, inwieweit die oben angesprochenen negativen Meldungen durch Beachtung der entsprechenden Punkte des Deutschen

¹²⁷Die Sportbild spekulierte jüngst über die Höhe der Managergehälter von Borussia Dortmund und brachte Zahlen von 2,4 Mio. Euro pro Geschäftsführer ins Spiel. Diese Zahlen wurden dann von unterschiedlichen Zeitungen aufgegriffen. Borussia Dortmund (2003b) dementierte in einer Mitteilung die Höhe der Geldbeträge und gab an, dass beide Geschäftsführer sowie der Sportmanager weniger als 2,4 Mio. Euro in Summe verdienen würden.

Corporate Governance Kodex (DCGK) hätten vermieden werden können.¹²⁸ Um einen Einblick in internationale Gepflogenheiten zu erhalten, wird der Geschäftsbericht von Borussia Dortmund in den relevanten Punkten mit dem von Manchester United PLC unter Berücksichtigung der in Großbritannien geltenden Corporate Governance Regelungen verglichen.

5.2 Entlohnungsdiskussion

Borussia Dortmund verweist in ihrer Entsprechenserklärung zum DCGK darauf, dass von einer Veröffentlichung der Gesamtgeschäftsführerbezüge sowie deren Komponenten und Gestaltung Abstand genommen wird (DCGK 4.2.4). Ferner wird nicht detailliert und individualisiert auf die Entlohnung des Aufsichtsrats eingegangen.¹²⁹ Für den externen Investor ist ebenfalls nicht ersichtlich, inwieweit etwa die Kursentwicklung der Aktie von Borussia Dortmund relativ zum DAX Einfluss auf die Entlohnung des Managements hat, also entsprechende variable Komponenten die Entlohnung beeinflussen.

Lediglich im Verkaufsprospekt – der im Rahmen des IPO von Borussia Dortmund im Jahr 2000 veröffentlicht wurde – findet der interessierte Investor Informationen in Bezug auf die Entlohnung von Vorstand und Aufsichtsrat. So erhält jedes Mitglied des Aufsichtsrats außer dem Ersatz der Auslagen eine jährliche Vergütung in Höhe von 7.000 Euro. Der Vorsitzende erhält das Doppelte, jeder Stellvertreter das Eineinhalbfache dieses Betrages. Ferner wird darauf aufmerksam gemacht, dass die Mitglieder des Aufsichtsrats sowie die Geschäftsführer keine Aktien an der Gesellschaft

¹²⁸Zur Informationsproblematik, Managementspielräumen und mangelnder Corporate Governance im Profifußball siehe Lehmann /Weigand (2002).

¹²⁹Vgl. die Ausführungen im Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK 5.4.5) sowie die Entsprechenserklärung des Vorstands und des Aufsichtsrats der Borussia Dortmund (2003c).

halten (vgl. Borussia Dortmund 2000, S. 61 – 63). In Bezug auf das Gehalt der beiden Geschäftsführer (Niebaum und Meier) wird ausgeführt, dass für das Geschäftsjahr 1999/2000 Bezüge von insgesamt rund 261.000 Euro gewährt wurden (vgl. Borussia Dortmund 2000, S. 61). Vergleicht man diese Zahlen mit den Angaben der ad hoc News, dass die laufenden Bezüge im Geschäftsjahr 2002/2003 für die drei Manager geringer seien als 2,4 Mio. Euro, so scheinen in der Zwischenzeit erhebliche Gehaltsanpassungen für die Geschäftsführer vorgenommen worden zu sein. Somit ist auch fraglich, ob die Bezüge für den Aufsichtsrat weiterhin auf dem Niveau des Jahres 2000 liegen.¹³⁰

§ 161 AktG sieht grundsätzlich keine Rechtsverbindlichkeit der Kodexveröffentlichungen vor (vgl. Hommelhoff/Schwab 2003). Vielmehr vertraut der Gesetzgeber auf den Kapitalmarkt als Regulativ. Diesbezüglich wird unterstellt, dass die Nichtentsprechung einzelner Regelungen negativ in den Kurs der Aktie der betreffenden Gesellschaft einpreist wird und auf diese Weise das betreffende Unternehmen zur Entsprechung mit dem DCGK gebracht wird (vgl. Hommelhoff/Schwab 2003 sowie Ihrig/Wagner 2003).

Borussia Dortmund konkurriert auf dem internationalen Kapitalmarkt im Segment Fußball mit anderen internationalen Vereinen und mit deren Corporate Governance Regelungen. Für Vergleichszwecke wird in diesem Beitrag Manchester United PLC (ManU) herangezogen.

¹³⁰Röckenhaus (2003b) zitiert in der Süddeutschenzeitung einen Mitarbeiter der Deutschen Bank – bis zum Oktober 2003 immerhin ein Hauptinvestor von Borussia Dortmund – in Bezug auf die mangelnde Transparenz der Managergehälter mit den Worten: Beim BVB gehe es eher zu *”wie auf dem Pferdemarkt.”*

Tabelle 28: Kompensation der Executive und Non-Executive Directors von Manchester United

Year ended 31 July 2003						2002
	Salaries/fees in TGBP	Bonusses cash in TGBP	Bonusses shares' in TGBP	Benefits in TGBP	Total in TGBP	Total in TGBP
Executive directors						
David Gill	279	150	60	18	507	448
Nick Humby	176	103	41	12	332	159
Peter Kenyon	385	205	82	29	701	570
SUMME	840	458	183	59	1.540	1.177
Non executive directors						
Martin Edwards	42	-	-	11	53	149
Sir Roy Gardner	80	-	-	-	80	40
Ian Much	25	-	-	-	25	21
Prof. Sir R. Smith	-	-	-	-	-	27
Maurice Watkins	25	-	-	-	25	21
Philip Yea	25	-	-	-	25	21
SUMME	197	-	-	11	208	279
GESAMTSUMME	1.037	458	183	70	1.748	1.456

Quelle: Annual Report Manchester United PLC 2003: Remuneration Report, S. 54.

ManU unterliegt als an der London Stock Exchange (LSE) gelistete Gesellschaft dem *Combined Code of the London Stock Exchange: Principles of Good Governance and Code of Best Practice*. ManU legt in ihrem Remuneration Report – der Bestandteil des Geschäftsberichtes ist – unter Verweis auf den Combined Code detailliert Rechenschaft in Bezug auf die Rahmenbedingung der Entlohnung, die absolute Höhe sowie deren Komponenten ab. Die unten aufgeführte Tabelle 28 gibt einen Überblick über die Entlohnung der einzelnen Executive und Non-Executive Directors:

Ferner gibt der Remuneration Report ausführlich Auskunft über

- erteilte Pensionszusagen,
- von den einzelnen Mitgliedern des Boards gehaltenen Aktien sowie

- die gewährten Aktienoptionen.¹³¹

Die Einbeziehung variabler Entlohnungskomponenten stellt sicher, dass die Interessen des Managements sich nicht von denen der Anteilseigner abkoppeln. Ebenfalls wird auf die Entwicklung der Aktie von ManU im Vergleich zum FTSE 250 im Verlauf der letzten fünf Jahre als Performancemaßstab eingegangen (vgl. Annual Report ManU -Remuneration Report-, S. 55/56). Der Fokus der langfristigen variablen Entlohnungskomponenten liegt jedoch nicht alleinig auf der Kursentwicklung der Aktie von ManU relativ zum FTSE 250, sondern auch auf unternehmensspezifischen Kennziffern wie

- profit before tax excluding player amortisation and trading and exceptional items,
- EBITDA sowie
- auf vorher vereinbarten operativen und Managementzielen, die jedoch nicht aufgeführt werden (vgl. ManU 2003, S. 51 f.).

Die detaillierte Offenlegung der Gehaltsstruktur entspricht in vollem Umfang dem Combined Code der LSE. Dieser ist ebenfalls wie der DCGK als freiwilliger Verhaltenskodex konzipiert und als Appendix der Listing Rules der LSE beigefügt (vgl. Hopt 2003). Im Combined Code wird diesbezüglich ausgeführt: *”The company’s annual report should contain statement of remuneration policy and details of the remuneration of each director”*.¹³² Diese Regelung entspricht inhaltlich DCGK 4.2.4 sowie DCGK 5.4.5. Eine aus welchen Gründen auch immer angeregte Diskussion über die Entlohnung der Geschäftsführung – wie im Falle von Borussia Dortmund – könnte durch

¹³¹Vgl. Annual Report ManU -Remuneration Report-, S. 55 f..

¹³²Combined Code, Principles of Good Governance, Section 1 Companies, B. 3. Disclosure.

eine detaillierte Offenlegung im Keim erstickt werden. ManU bietet seinen Investoren auf Basis der für sie geltenden Corporate Governance Regelungen diesbezüglich eine höhere Transparenz.

Eine Studie des Berlin Center of Corporate Governance kommt zu dem Ergebnis, dass 1/5 aller Gesellschaften der untersuchten Grundgesamtheit von über 400 Gesellschaften, die an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert sind, insbesondere nicht auf fixe und variable Bestandteile und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung in ihrer Entsprechung zu DCGK 4.2.3 in der Fassung des DCGK vor Kodexrevision vom 21.05.2003 eingehen Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass ca. 80 % aller Gesellschaften der untersuchten Grundgesamtheit der Forderung des DCGK entsprechen, Borussia Dortmund gehört somit zu einer Minderheit. Der Grund für die Nichtentsprechung scheint in einer analogen Anwendung von § 286 Abs. 4 HGB a.F. zu liegen, der es der Gesellschaft erlaubt, in ihrem Anhang auf die Angabe der Geschäftsführergesamtbezüge zu verzichten, wenn sich anhand dieser Angabe die Bezüge eines Mitglieds dieses Organs feststellen lassen (Werder/Talaulicar/Kolat 2003).¹³³

5.3 Diskussion der Ertragslage

Ebenfalls wiederholt in die Kritik geraten war die laut Presseberichten ertragswirksame Vereinnahmung eines Ausrüstervertrags mit Nike im Konzernabschluss zum 30. Juni 2003, wobei die Ausrüstung der Lizenzspielermannschaft mit Nike Produkten erst in der Saison 2004/2005 beginnen wird (vgl. Röckenhaus 2003a). Die Pressemeldungen unterstellen implizit

¹³³Generell kritisch zur nicht ausreichenden Reaktionszeit der Unternehmen im Hinblick auf die Änderung des DCGK äußern sich Ihrig/Wagner (2003), S. 1625.

eine Verletzung des Realisationsprinzips des § 252 Abs. 1 Nr.4 HGB.¹³⁴ Inwieweit diese Darstellung zutreffend ist, entzieht sich dem externen Bilanzleser, da Borussia Dortmund in ihrer Ad-hoc-Mitteilung vom 01. 08. 2003 keine weiteren Ausführungen zu diesem Sachverhalt macht.

Es stellt sich die Frage, ob die Organisation bzw. Struktur des Aufsichtsrats von Borussia Dortmund geeignet ist, derartige bilanzielle und finanzielle Fragestellungen schon im Vorfeld kritisch zu hinterfragen und damit Zweifel von Investoren an der Rechnungslegung auszuräumen. DCGK 5.3 sieht jedoch generell die Bildung von Ausschüssen vor, insbesondere die Bildung eines Prüfungsausschusses oder Audit Committees, (vgl. DCGK 5.3.2.), der sich auch speziell mit Fragen der Rechnungslegung befassen soll. Borussia Dortmund führt in ihrer Entsprechenserklärung zum DCGK jedoch aus, dass auf Grund der Größe des Aufsichtsrats von lediglich sechs Personen keinerlei Ausschüsse gebildet wurden (Borussia Dortmund, Entsprechenserklärung zum DCGK). Die Nichteinrichtung eines solchen Ausschusses impliziert für den externen Betrachter, dass hier ggf. Bilanzpolitik betrieben werden kann, die nicht systematisch in ihren Auswirkungen auf die Reaktionen des Kapitalmarktes hin kontrolliert wurde.

Borussia Dortmund scheint mit der Nichteinrichtung eines Prüfungsausschusses innerhalb des Aufsichtsrats jedoch der Praxis der Mehrzahl der deutschen börsennotierten Unternehmen zu entsprechen. So führt Veit (2003 S. 2023) zusammenfassend über die aus empirischen Untersuchungen gewonnen Erkenntnisse aus: *”Die Vorschläge der Corporate Governance Kommission*

¹³⁴Vgl. grundlegend zum Realisationsprinzip: § 252 HGB Tz. 79 f. in Adler/Düring/Schmaltz (1995), Teilband 1, S. 54 ff..

zur Einrichtung von Bilanzprüfungsausschüssen sowie die Empfehlungen des Corporate Governance Kodex haben bisher kaum Resonanz gefunden.”

Im internationalen Vergleich besticht auch hier wieder ManU, die im Rahmen des Directors´ Report detailliert über die Arbeit des innerhalb des Boards eingerichteten Audit Committees Auskunft geben (vgl. ManU Annual Report 2003, S. 47). Die Einrichtung des Audit Committees entspricht der Forderung des Combined Code.¹³⁵

5.4 Rechnungslegungsgrundsätze

Die Ertragslagendiskussion berührt unmittelbar die Frage nach den dem Konzernabschluss zugrundeliegenden Rechnungslegungsgrundsätzen und den dem Kapitalmarkt zur Verfügung gestellten Informationen.

Borussia Dortmund stellt ihren Konzernabschluss gemäss HGB auf, ein Konzernabschluss nach internationalen Grundsätzen ist erstmals ab 2005 zu erwarten (Borussia Dortmund 2003 Entsprechenserklärung). Dies ist Ausfluss der entsprechenden Verordnung des Europäischen Parlaments und Rates vom 19.07.2002, nach der jede kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaft, die ihren Sitz in einem Mitgliedsstaat der Europäischen Union hat, ab dem Jahr 2005 den Konzernabschluss entsprechend den IAS/IFRS aufzustellen hat. Die entsprechende Empfehlung des DCGK 7.1.1 schon jetzt nach internationalen Grundsätzen zu bilanzieren wird negiert. Es wird also keine Notwendigkeit gesehen von sich aus dem Kapitalmarkt Rechnungslegungsinformationen zur Verfügung zu stellen, die eine Vergleichbarkeit mit

¹³⁵Combined Codes, principles of good governance section 1 companies, F. accountability and audit, 3. audit committee and auditors.

anderen an internationalen Börsen gelisteten Unternehmen des Segments Profifußball ermöglichen.

Der von ManU erstellte Abschluss ist gem. UK GAAP (Companies Act 1985) erstellt. Diese sind nicht primär dem Gläubigerschutzgedanken, wie im HGB verankert, verpflichtet sondern einer kapitalmarktorientierten Rechnungslegung, die in erster Linie einem Investor entscheidungsrelevante Informationen zur Verfügung stellen soll.

5.5 Schlussbemerkung

Ein Average Prudent Investor ohne besondere Sympathien für einen der beiden genannten Fußballunternehmen erhält im Falle von ManU sehr viel detailliertere Informationen zu den Punkten Entlohnung des Boards und Audit Committee, was zu einem Adverse Selection Process zuungunsten von Borussia Dortmund führen kann. Der DCGK i.V.m. § 161 AktG stellt es alleinig in den Verantwortungsbereich von Borussia Dortmund diesen Prozess durch die vollständige Entsprechung mit dem DCGK zu vermeiden.

Literaturverzeichnis

- Adler/Düring/Schmaltz (1995): Kommentierung zu § 252 HGB, in: Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, Kommentar zum HGB, AktG, GmbHG, PubLG nach den Vorschriften des Bilanzrichtlinien-Gesetzes, 6. Auflage neu bearbeitet von Forster, Karl-Heinz et al., Stuttgart 1995.
- Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA (2003a): Borussia Dortmund schließt Vertrag mit Nike, Corporate News Archiv vom 01.08.2003, URL: [www.borussia-aktie.de].
- Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA (2003b): Falsche Gehaltszahlen veröffentlicht, Corporate News Archiv vom 04.09.2003, URL: [www.borussia-aktie.de].
- Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA (2003c): Entsprechenserklärung des Vorstandes und des Aufsichtsrates der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA nach § 161 AktG für das GJ 2002/2003, URL: [www.borussia-aktie.de].
- Dreykluft, Joachim und Hönninghaus, Reinhard (2003): Anleihepläne lassen BVB Aktie abstürzen, Financial Times Deutschland 23.12.2003, S. 21.
- Frigge, Sascha (2004): Schwarz-gelbe Flucht in die Krisen PR, Financial Times Deutschland 06.01.2004, S. 28.
- Hommelhoff, Peter und Schwab, Martin (2003): Regelungsquellen und Regelungsebenen der Corporate Governance: Gesetz, Satzung, Codices, unternehmensinterne Grundsätze, in: Hommelhoff, Peter, Hopt, Klaus J. und v. Werder, Axel: Handbuch Corporate Governance, Köln und Stuttgart 2003.
- Hopt, Klaus J. (2003): Die rechtlichen Rahmenbedingungen der Corporate Governance, in: Hommelhoff, Peter, Hopt, Klaus J. und v. Werder, Axel: Handbuch Corporate Governance, Köln und Stuttgart 2003.
- Ihrig, Hans-Christoph und Wagner, Jens (2003): Reaktion börsennotierter Unternehmen auf die Änderung des "Deutschen Corporate Governance Kodex", in: Betriebs-Berater 58. Jg. (Heft 32), S. 1625-1629.
- Lehmann, Erik und Jürgen Weigand (2002): Mitsprache und Kontrolle im professionellen Fußball: Überlegungen zu einer Corporate Governance, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft 4/2002, S. 43 – 61.

- Manchester United PLC (2003): Annual report 2003, [<http://ir.manutd.com/manutd/finadata7reports/annual&reports2003>].
- Meininghaus, Felix (2003): Anleihe und Ausverkauf, Financial Times Deutschland, 23.12.2003, S. 36.
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2003): Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 21. Mai 2003.
- Röckenhaus, Freddie (2003a): Horrorschulden und Bilanztricks: Borussia Dortmund vor dem Finanzcrash, Süddeutsche Zeitung online 22.12.2003.
- Röckenhaus, Freddie (2003b): Wie auf dem Pferdemarkt, Süddeutsche Zeitung vom 07.01.2004, S. 28.
- UK Listing Authority: The combined code, Principles of good governance and code of good practice, URL: <http://www.fsa.gov.uk/ukla>.
- Veit, Klaus-Rüdiger (2003): Verbreitung von Bilanzprüfungsausschüssen in Deutschland, in: Der Betrieb, 56. Jahrgang (Heft 56), S. 2021 – 2023.
- v. Werder, Axel, Talaulicar, Till und Kolat, Georg (2003): Kodex Report 2003: Die Akzeptanz der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: Der Betrieb, 56. Jahrgang (Heft 35), S. 1857 – 1863.

6 Blinded by the Light: Das Overconfidence Phänomen am Beispiel der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA

6.1 Borussia Dortmund in der Kritik der Wirtschafts- und Sportpresse

Borussia Dortmund – im Allgemeinen für gute sportliche Leistungen in der Öffentlichkeit bekannt – füllte das "Loch" der Winterpause der Saison 2003/04 durch Negativ-Schlagzeilen wirtschaftlicher Art. Für das Geschäftsjahr 2003/2004 wurde auf Grund der Nicht-Qualifikation für die Champions League und das frühe Aus im UEFA-Cup-Wettbewerb ein erheblicher Einnahmeausfall erwartet. Ein Verlust in Höhe von 69 Mill. Euro wurde inzwischen durch die Veröffentlichung der Bilanz für das Geschäftsjahr 2003/2004 offiziell bestätigt. Vermehrt wird Kritik zum Teil aus den eigenen Reihen des Aufsichtsrats, zum Teil durch Externe wie Journalisten (vgl. Kammertöns et al., 2004) und Analysten (vgl. Hasler, 2004) an der Unternehmensführung von Borussia Dortmund laut. Hat sich das Management von Borussia Dortmund vom Glanz und Glamour des sportlichen Erfolgs blenden lassen?

Zunächst wird in diesem Kapitel die Abhängigkeit der Erlössituation vom sportlichen Erfolg anhand eines Industriemodells herausgearbeitet. Die Überschuldung vieler internationaler Vereine und die unseriöse Vereinsführung deuten darauf hin, dass Fußballmanager nicht immer rational handeln. Vielmehr scheinen Manager häufig einem Overconfidence Bias zu unterliegen. Deshalb wird in einem zweiten Analyseschritt die Overconfidence Theorie vorgestellt und erläutert, wie ein Overconfidence Bias experimentell nachge-

wiesen werden kann. Diese Erkenntnisse werden im Modell des Rattenrennens erneut aufgegriffen und auf die Konkurrenzsituation im deutschen Profifußball übertragen. Abschließend dient das Fallbeispiel von Borussia Dortmund zur Illustration der gewonnenen Erkenntnisse.

6.2 Abhängigkeit der Erlössituation vom sportlichen Erfolg

In diesem Abschnitt werden die wesentlichen Industriecharakteristika des deutschen Profifußballs anhand Abbildung 12 herausgearbeitet. Ausgangspunkt der folgenden Analyse ist die Spielstärke des Kaders eines Vereins. Die Spielstärke des Kaders ist als einer der Hauptdeterminanten für den sportlichen Erfolg in der Bundesliga anzusehen. Der Erfolg in der Bundesliga entscheidet wiederum darüber, ob und für welchen europäischen Wettbewerb sich eine Mannschaft qualifiziert. Ferner beeinflusst – wie beispielsweise Gärtner/Pommerehne (1978) und Czarnitzki/Stadtmann (2002) zeigen – der Erfolg in der Bundesliga auch den Zuschauerzuspruch. Ein erfolgreiches Team hat i.d.R. einen höheren Zuschauerschnitt als eine erfolglose Mannschaft. Ferner erhöht der sportliche Erfolg auch das Interesse der Öffentlichkeit, was eine häufigere Berichterstattung und eine höhere Präsenz in den Medien zur Folge hat.

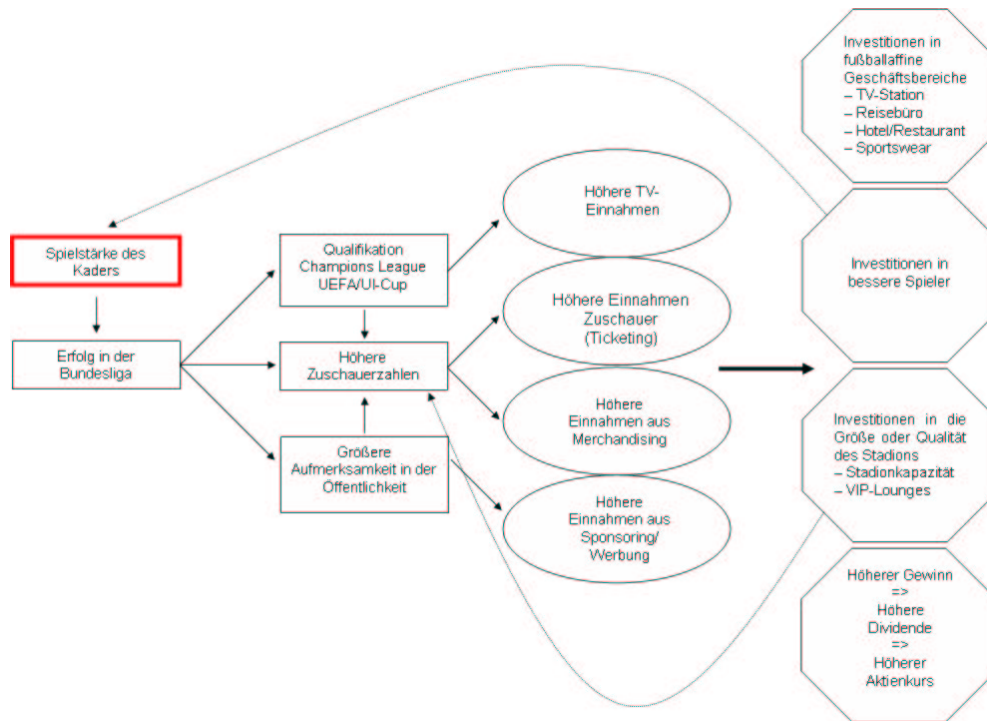
Diese Effekte haben zum Teil direkten, zum Teil indirekten Einfluss auf die Ertragssituation eines Vereins. Durch den höheren Zuschauerzuspruch steigen die Einnahmen aus dem Ticketing direkt an. Mit dem sportlichen Erfolg erhöht sich auch die Wahrscheinlichkeit, dass insbesondere junge Fußballbegeisterte zu einem Fan eines bestimmten Vereins werden und die Merchandising-Artikel (Schals, Trikots, Mützen) dieses Vereins kaufen.

Ferner steigen durch den sportlichen Erfolg auch die Einnahmen aus der Vermarktung der TV-Rechte. Da die TV-Rechte an der Bundesliga durch den DFB bzw. die DFL zentral vermarktet werden, existiert ein Aufteilungsschlüssel, nach dem die zentral erzielten Einnahmen auf die verschiedenen Ligen und innerhalb der verschiedenen Ligen auf die verschiedenen Vereine verteilt werden.

Die Aufteilung der Erlöse aus der TV-Vermarktung in Höhe von 280 Mio. Euro erfolgte in der Saison 2003/04 im Verhältnis 77,5 % für die 1. Liga und 22,5 % für die 2. Liga. Die Vereine der 1. Bundesliga erhalten demnach 217 Mio. Euro, die zu 50 % gleichmäßig aufgeteilt werden, so dass jedem der 18 Vereine ca. 6 Mio. Euro zustehen. Die restlichen 50 % werden abhängig vom sportlichen Erfolg ausgezahlt, wobei das Abschneiden innerhalb der laufenden Saison sowie die zurückliegenden drei Meisterschaftsrunden als Aufteilungskriterium herangezogen werden (vgl. Hasler, 2003, S. 10). Für den DFB-Pokal galt z. B. in der Saison 2002/2003, dass der Teilnehmer des Viertelfinals 643.000 Euro und der Teilnehmer eines Halbfinals weitere 900.000 Euro als Einnahme verbuchen konnte (vgl. Muras, 2003).

Ferner sind auch die Werbeverträge mit den Sponsoren i. d. R. erfolgsabhängig ausgestaltet (vgl. Borussia Dortmund, 2000, S. 29). So zahlt z. B. der Trikotsponsor von Borussia Dortmund – die E.on AG – 6 Mio. Euro zusätzlich zur Grundvergütung, falls sich Borussia Dortmund für die Champions League qualifizieren sollte (Jacobs/Haslauer, 2004).

Abbildung 12: Vereinfachtes Modell der Fußball-Industrie



Quelle: Stadtmann (2004).

Diese Einnahmen können dann in unterschiedliche Projekte investiert oder über eine Dividende an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Zum Teil ergeben sich durch diese zusätzlichen Investitionen auch Rückwirkungen auf vorgelagerte Stufen des Industriemodells: So sollten z. B. die Investitionen in die Kapazität oder Qualität (VIP-Lounges) des Stadions Auswirkungen auf die Höhe der Zuschauereinnahmen haben, was durch den gestrichelten Pfeil gekennzeichnet ist. Insbesondere sollten die Investitionen in bessere Spieler auch die Stärke des Kaders positiv beeinflussen.

Nimmt man dieses Beziehungsgeflecht als gegeben hin, so steht das Management vor dem Problem, die Stärke des Spielerkaders hinsichtlich dem

zukünftigen Abschneiden in den einzelnen Wettbewerben abzuschätzen und aus dieser Einschätzung heraus die geeigneten personellen Maßnahmen im Hinblick auf die zukünftigen sportlichen Ziele und damit auch die zukünftigen Einnahmen abzuleiten. Es ist intuitiv ersichtlich, dass der zukünftige sportliche Erfolg von der korrekten Einschätzung des Managements unmittelbar beeinflusst wird. Um keiner verzerrten Einschätzung hinsichtlich der zu treffenden Personalmaßnahmen zu unterliegen, ist es wichtig, dass das Management wiederum um die Prognosegenauigkeit der eigenen Einschätzung weiß.

Die Tendenzen im internationalen Fußball sind jedoch charakterisiert durch eine extreme Überschuldung der italienischen und spanischen Vereine (vgl. Franzke, 2004). Auch die Vereine der britischen Liga stehen – mit einigen wenigen Ausnahmen – kurz vor dem finanziellen Kollaps (vgl. WGZ-Bank, 2002). Dies deutet darauf hin, dass der Zusammenhang zwischen Investitionen in neue Spieler und sportlichem Erfolg in der Regel überschätzt wird. Ferner wird auch der Zusammenhang zwischen sportlichem und finanziellem Erfolg häufig überschätzt (vgl. Lehmann/Weigand, 1997). Im Folgenden wird daher überprüft, wie dieses Phänomen der verzerrten Wahrnehmung von Eintrittswahrscheinlichkeiten erklärt werden kann. Zunächst wird der Ansatz der Overconfidence Theorie vorgestellt und gezeigt, wie man in Experimenten das Vorliegen eines Overconfidence Bias nachweisen kann.

6.3 Overconfidence Phänomen

Etwas vereinfacht ausgedrückt wird mit dem Begriff Overconfidence die systematisch verzerrte Wahrnehmung der Eintrittswahrscheinlichkeit eines be-

stimmten Ereignisses bezeichnet. Diese verzerrte Wahrnehmung kann durch

- eine Fehleinschätzung der eigenen Fähigkeiten oder
- eine Fehleinschätzung der eigenen Urteilkraft, eine Wahrscheinlichkeit zu ermitteln, mit der ein bestimmtes Ereignis eintritt, oder
- durch eine fehlgeleitete Interpretation der Qualität von Informationen, Prognosen und Vorhersagen begünstigt werden.

Auf den Markt für Fußballspieler übertragen besagt die Overconfidence Theorie, dass bestimmte Manager ihr Wissen über den "wahren" Wertes eines Spielers, also einer Investition und den durch ihn generierten Kapitalwert, systematisch überschätzen. Sie vertrauen mithin zu stark auf ihre subjektive Sicht der Welt und überschätzen ihre Urteilkraft und damit letztlich ihre Fähigkeit, durch ihre Investitionsentscheidungen eine überdurchschnittliche Rendite zu erzielen. Wenn Manager aufgrund einer Selbstüberschätzung vornehmlich auf die eigene Sicht der Welt vertrauen, werden dadurch die Unterschiede zwischen ihren eigenen Erwartungen und den Erwartungen der anderen Marktteilnehmer hinsichtlich der Marktlage und des fairen Preises eines Spielers verstärkt.

Das folgende einfache Experiment dient als Beispiel dafür, wie in Untersuchungen mit Wissensfragen und zwei Antwortalternativen Overconfidence festgestellt werden kann. In diesem Experiment müssen sich die Befragten für eine Antwortalternative entscheiden und zusätzlich eine Wahrscheinlichkeit angeben, von der sie glauben, eine richtige Antwort gewählt zu haben. Als Beispiel seien die in Tabelle 29 enthaltenen Fragen aus dem Wissensgebiet des Fußballs betrachtet.

Tabelle 29: Fragenkatalog einer Overconfidence Studie

Frage	Antwort		Wahrscheinlichkeit					
	A	B	50 % völlig unsicher	60 % sehr unsicher	70 % unsicher	80 % sicher	90 % sehr sicher	100 % völlig sicher
Wer schoss Deutschland 1980 im Endspiel zum Gewinn der Europameisterschaft?	Uli Hoeneß	Horst Hrubesch						
Wer wurde im Jahr 1955 Deutscher Meister?	Rot-Weiss Essen	1.FC K'lautern						
Auf welchem Tabellenplatz schloss der BVB die Saison 1999/2000 ab?	3. Platz	11. Platz						
In welchem Verein agierte die Textilfabrikantentochter Britta Steilmann als 2. Vorsitzende?	VfL Bochum	Wattenscheid 09						

Anmerkung: Im Übrigen sind die Antworten 1B, 2A, 3B, 4B richtig.

Falls die Befragten sich bei einer Fragestellung völlig unsicher sind, so müssen sie zwischen den beiden Antwortalternativen raten oder den Münzwurf entscheiden lassen und sollten somit die Wahrscheinlichkeitskategorie *"völlig unsicher"* (50 %) ankreuzen. Sind sich die Teilnehmer des Experiments hingegen bezüglich einer Antwort völlig sicher, so sollten sie als Wahrscheinlichkeitskategorie *"völlig sicher"* (100 %) angeben. Neben diesen beiden Extremen können die Befragten – wie in Tabelle 29 dargestellt – auch Zwischenkategorien wählen, je nachdem wie sicher bzw. unsicher sie sich bezüglich einer Antwort fühlen.

Nach erfolgter Beantwortung der Fragen wird eine Auswertung vorgenommen. Dabei werden die jeweiligen Fragen und Antworten zunächst nach der Wahrscheinlichkeit sortiert, mit welcher der Befragte an eine richtige Antwort glaubt. Anschließend wird überprüft, ob die Fragen richtig oder falsch beantwortet worden sind und der Anteil der richtig ermittelten Fragen berechnet. Anschließend vergleicht man in jeder Wahrscheinlichkeitskategorie, ob der Anteil der tatsächlich richtigen Antworten mit der Einschätzung des Befragten übereinstimmt. Es gilt, dass Aufgaben, die der 70 % Kategorie

zugeordnet wurden, im Durchschnitt auch zu 70 % richtig beantwortet worden sein sollten, falls die Befragten in der Lage sind, ihre Fähigkeiten richtig einzuschätzen.

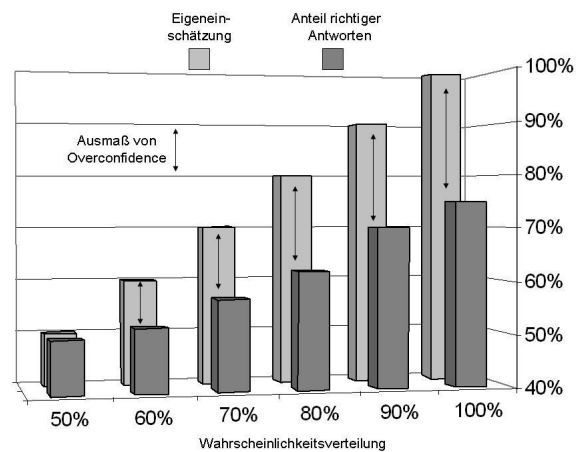
Welche Ergebnisse liefern derartige Experimente? Typischerweise zeigt sich – wie in Abbildung 13 stilisiert dargestellt –, dass differenziert nach den unterschiedlichen Wahrscheinlichkeitskategorien der Anteil der tatsächlich richtigen Antworten im Vergleich zu den Erwartungen relativ gering ist. Es zeigt sich somit, dass die Befragten ihre Kenntnisse und Fähigkeiten stets überschätzen und somit einem Overconfidence Phänomen unterliegen. Der Overconfidence Bias ist umso geringer, je zeitnäher eine Rückmeldung (Feedback) an den Entscheider erfolgt. Fehlendes Feedback impliziert, dass ein Individuum sich seine Fehlentscheidung, seine Fehleinschätzung oder seine Ungeschicklichkeit nicht eingestehen muss und somit sein Selbstwertgefühl nicht angegriffen wird. Es ist unmittelbar einsichtig, dass die Neigung zu einer derartigen Verdrängung insbesondere bei schweren Entscheidungen mit weitreichenden Folgen auftritt (vgl. Laschke/Weber 1999).

Da dieses Phänomen in der empirischen psychologischen Forschung für unterschiedliche Berufsgruppen nachgewiesen werden konnte, kann es nicht überraschen, dass die Overconfidence Theorie auch zur Erklärung des Geschehens auf den Fußballmärkten einen Beitrag leisten kann.

6.4 Rattenrennen

Welche Auswirkungen kann das beschriebene Overconfidence Phänomen nun auf das Investitionsverhalten eines Fußballunternehmens haben? Das Management steht vor einem Optimierungsproblem bei unvollständiger In-

Abbildung 13: Eigeneinschätzung und tatsächlicher Anteil richtiger Antworten



Quelle: Laschke/Weber (1999).

formation. Das Überschätzen der eigenen Produktionsmöglichkeiten kann ein Grund für die Überinvestition in den Kader darstellen (vgl. Franck/Müller, 1998, S. 128). Franck/Müller führen aus, dass Profifußballklubs der Gefahr unterliegen, in den von Akerlof (1976) beschriebenen Prozess des Rattenrennens zu geraten. In einem solchen Prozess steigern alle Teilnehmer dieses Rennens ihren Einsatz – hier die Investitionen in den Kader –, ohne dass der „Käse“, also die Höhe der zu erzielenden Einnahmen, insbesondere der TV-Einnahmen, steigt. Die Höhe des individuellen Anteils an den Gesamteinnahmen ist positiv korreliert zur Platzierung in den Wettbewerben. Bei diesem Wettlauf geht die Betterplatzierung eines Fußballunternehmens grundsätzlich zu Lasten der „überholten“ Rennteilnehmer, sogenannte positionale externe Effekte.

Ein erfolgreicher Überholversuch zieht zwingend die Schlechterplatzierung

des Überholten nach sich, so dass für dieses *„überholte“* Fußballunternehmen ein negativer externer Effekt erzeugt wird. Ein Überholversuch ist jedoch nur dann lohnend, wenn das Wertgrenzprodukt der eingesetzten Produktionsfaktoren, hier der Spielerkader, höher ist, als das der Wettbewerber. Können diese mit geringeren Investitionen den gleichen sportlichen und damit auch wirtschaftlichen Erfolg oder mit dem gleichen Faktoreinsatz höhere Einnahmen in der TV-Vermarktung – etwa durch regionale Besonderheiten der Anhängerschaft – erzielen, so würde die korrekte Antizipation dieser Ereignisse das Management von der beabsichtigten Investition absehen lassen und ein für das Fußballunternehmen niedrigeren Tabellenplatz als optimale ökonomische Positionierung ansehen. Gescheiterte Überholmanöver führen bezogen auf die jeweils betrachtete Liga zu Wohlstandsvernichtung (vgl. Franck/Müller, 1998, S. 125/126).

Ein gewinnmaximierendes Fußballunternehmen würde bei Kenntnis dieser Wohlstandsvernichtung ein solches unrentables Überholmanöver nicht durchführen. Fußballunternehmen handeln jedoch durchaus nicht zwingend gewinnmaximierend, sondern weisen heterogene Optimierungskalküle auf, etwa die Maximierung der Spielstärke (vgl. Lehmann/Weigand, 1997). Letztlich werden sich wohl nur solche Fußballunternehmen gewinnmaximierend verhalten, die Disziplinierungsmaßnahmen durch den Kapitalmarkt bei Hinwendung zu anderen Optimierungskalkülen zu befürchten haben (vgl. Franck/Müller, 1998, S. 126/127).

6.5 Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA

Überträgt man die bisherigen Ausführungen auf den Fall Borussia Dortmund KGaA, ist festzustellen, dass seit dem Börsengang erhebliche Investitionen

in den Spielerkader getätigt wurden (siehe 25). Die Höhe der Transferzahlungen für Spieler wie Rosicky, Koller oder Amoroso ist nur mit der Einschätzung des Managements zu erklären, dass solche Investitionen in den Spielerkader zur Sicherung des sportlichen Erfolgs, also Erfolge im Meisterschaftswettbewerb sowie der Champions League, notwendig sind.

Es wurden ca. 65 Mio. Euro mehr investiert, als durch entsprechende Veräußerungen von Spielern Erlöse erzielt wurden. Diese Investitionen trugen durchaus zum sportlichen Erfolg bei. So konnte sich Dortmund sowohl in der Saison 2000/01 als auch in der Saison 2002/03 den dritten Platz in der Abschlusstabelle der Bundesliga sichern, gewann 2001/02 sogar die Deutsche Meisterschaft und qualifizierte sich für das UEFA-Cup Finale. Die getätigten Investitionen zogen jedoch nicht die erwarteten positiven Erlöseffekte nach sich. Die positiven Konzernergebnisse der Geschäftsjahre 2001/2002 sowie 2002/2003 sind insbesondere auf sonstige betriebliche Erträge im Zusammenhang mit der Neuordnung der Beteiligungsverhältnisse an der Westfalenstadion Dortmund GmbH zurückzuführen.

Die Anschaffungskosten der Spieler belasten das Konzernergebnis zukünftig durch die Abschreibungen über die Vertragslaufzeit. Zusätzlich sind die laufenden Gehaltszahlungen zu erwirtschaften. Durch die Nicht-Qualifikation für die Champions League und das frühe Aus im UEFA-Cup sind in der Saison 2003/04 Einnahmeverluste aus der TV-Vermarktung in Höhe von 28,7 Mio. EUR zu verzeichnen (vgl. Hasler, 2004, S. 16). Da sich der BVB auch für die gegenwärtig laufende Spielzeit 2004/2005 nicht für einen europäischen Wettbewerb qualifizieren konnte, sind Einnahmeverluste in ähnlicher Höhe auch für das laufende Geschäftsjahr zu erwarten. Diese Einnahmeverluste aus der

TV-Vermarktung sind nicht unmittelbar durch andere Einnahmequellen wie Werbung und Sponsoring zu kompensieren, da auch diese positiv mit dem sportlichen Erfolg korrelieren (vgl. Hasler, 2004, S. 18). Hinzu kommt, dass die Spieler von Borussia Dortmund in der Spielzeit 2003/04 einer einmaligen Kürzung ihrer Gehälter von 20 % zugestimmt haben, eine Verlängerung dieses Verzichts ist jedoch nicht zu erwarten (vgl. Hasler, 2004, S. 17).

6.6 Fazit

Die Overconfidence Theorie bietet einen Erklärungsansatz für das Investitionsverhalten des Managements von Fußballunternehmen. Um einen entsprechenden Anteil an diesem *"Kuchen"* zu sichern, besteht die Gefahr eines ruinösen Rattenrennens durch überhöhte Investitionen in den Spielerkader. Am Fallbeispiel von Borussia Dortmund konnte gezeigt werden, dass die getätigten Investitionen - trotz des sportlichen Erfolgs – nicht die vom Management erwarteten Erlöse erwirtschaften konnten. Logische Konsequenz wäre es deshalb, aus dem Rüstungswettlauf auszusteigen und eine Abrüstung in Form von Desinvestitionen im Spielerkader durchzuführen.

Literaturverzeichnis

- Akerlof, G. A., The Economics of Caste and the Rat Race and other Woeful Tales, in: Quarterly Journal of Economics Vol. 90 (1976), S. 599-617.
- Bild, Wie schlecht geht es Dortmund wirklich?, Ausgabe vom 23.12.2003, S. 13.
- Borussia Dortmund, Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2002/03.
- Czarnitzki, D., G. Stadtmann, Uncertainty of Outcome versus Reputation: Some Empirical Evidence for the German Premier-League Football, Empirical Economics, Vol. 27(1) (2002), S. 101-112.
- Franck, E., C. Müller, Kapitalgesellschaften im bezahlten Fußball, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft 2/1998, S. 121-141.
- Franzke, R., Europäischer Profi-Fußball: Schulden: 7.000.000.000, Kicker Sportmagazin, Nr. 6, 12. Januar 2004, S. 17.
- Gärtner M., W. W. Pommerehne, Der Fußballzuschauer – ein Homo Oeconomicus? Eine theoretische und empirische Analyse, Jahrbuch für Sozialwissenschaften, Vol. 29 (1978), S. 1089-1095.
- Hasler, P. T., HVB Corporates & Markets, Equity Research (2004): Borussia Dortmund.
- Hasler, P. T., HVB Corporates & Markets, Equity Research (2003): Fußball – Aktionäre in der Abseitsfalle?
- Jacobs, Thorsten und Andreas Haslauer (2004): Borussia Dortmund: Kostspielige Niederlage, Focus-Money 7/2004, S. 6.
- Kammertöns, H.-B., H. Sussebach, S. Willeke, Die Größenwahn AG: Wie ein Fußballverein New Economy spielt, dabei die Vernunft vergisst und seine Zukunft riskiert, Die Zeit, Nr. 6, 29.01.2004, S. 11-14.
- Kicker, Sonderheft Bundesliga, verschiedene Ausgaben.
- Laschke, A., M. Weber, Der "Overconfidence Bias" und seine Konsequenzen in Finanzmärkten, Arbeitspapier Nr. 99-63, Universität Mannheim, Sonderforschungsbereich 504, Mannheim 1999.
- Lehmann, E., J. Weigand, Money Makes the Ball Go Round – Fußball als ökonomisches Phänomen, in: ifo Studien – Zeitschrift für empirische Wirtschaftsforschung, Vol. 43(3) (1997), S. 381-409.

Muras, U., Kampf um Freibier, Brötchen und Sponsoren, in: Die Welt online, 4. Februar 2003.

Stadtman, Georg (2004): An Empirical Examination of the News Model: The Case of Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Vol. 74(2), S. 165 – 185.

WGZ-Bank, FC Euro AG, Düsseldorf 2002.

7 Gesamtfazit

Im Rahmen dieser Arbeit wurde anhand von zwei gesetzgeberischen Maßnahmen gezeigt, dass es einen Trend zur Verschärfung der Kontrolle durch Publizität sowohl im System der US-amerikanischen Corporate Governance als auch im deutschen Corporate Governance System gibt. Weiter wurde im Rahmen einer Fallstudie gezeigt, dass Kontrolle durch Publizität auch eine Management Aufgabe ist, die, wenn aktiv genutzt, sehr wohl im Interesse des Unternehmens sein kann.

Der US-amerikanischen SOX entfaltet insofern exterritoriale Wirkung, als auch an einer US-Börse zweitgelistete Unternehmen von diesem Gesetz betroffen sind. Es konnte gezeigt werden, dass die durch SOX eingefügten Elemente zwar grundsätzlich komplementär zu den bestehenden Elementen des deutschen Corporate Governance Systems erscheinen. Im Rahmen einer Befragung der deutschen an einer US Börse gelisteten Unternehmen konnte jedoch gezeigt werden, dass die Kosten der Implementierung von SOX insbesondere der Section 404 in keinem ausgewogenen Verhältnis zum Nutzen zu stehen scheinen. Die Ursache hierfür liegt insbesondere darin, dass das durch das KonTraG einzurichtende Überwachungssystem nur sehr bedingt als Basis für die Implementierung von SOX Section 404 herangezogen werden kann. Die Attraktivität des US-amerikanischen Kapitalmarktes scheint abgenommen zu haben, was auch durch den Rückgang des relativen Anteils ausländischer Unternehmen an der Gesamtanzahl der Neulistungen an der NYSE ab dem Jahr 2000 bestätigt wird. Die Diskussion der Verschärfung der Kontrolle durch Publizität bedingt durch das In-Kraft-Treten von SOX ist eng verknüpft mit der Diskussion um Delisting und Deregistrierung an

einer US-Börse bzw. der SEC. Die weitere Entwicklung hinsichtlich der Vereinfachung der Deregistrierungsvorschriften der SEC ist noch offen.

Für den deutschen Kapitalmarkt wurde die rechtliche Diskussion der individualisierten Offenlegung der Vorstandsgehälter um eine Darstellung theoretischer Modelle für und gegen die individualisierte Offenlegung um eine ökonomische Analyse ergänzt. Es wurde gezeigt, dass die traditionelle Prinzipal-Agent Theorie zwar erklärt, warum eine Unterscheidung im Rahmen der Vergütung in fixe und variable Bestandteile vorgenommen werden sollte, aber nicht, warum die Vorstandsvergütung individualisiert offen gelegt werden sollte.

Diese Diskussion erfolgt mit zwei modifizierten Prinzipal-Agent Modellen, wobei im Modell von Charness/Kuhn (2004) gezeigt wird, dass im Asymmetrie Szenario eine Vergütungsegalisierung und eine Reduktion des Unternehmensgewinns möglich ist. Dieses Modell erklärt, warum Unternehmen keine individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütung wünschen. Im Modell von Adams (1963), das zusätzlich die Erwartungen der Agenten hinsichtlich der Vergütung der anderen Agenten einbezieht, kann hingegen gezeigt werden, dass eine individualisierte Offenlegung insgesamt zu einem höheren Anstrengungsniveau der Agenten führen kann. Dieses Modell liefert eine ökonomische Begründung für die individualisierte Offenlegung. Hinsichtlich der Motivation des Gesetzgebers wird die Neue Politische Ökonomie als ein möglicher Erklärungsansatz für die Politikmaßnahme herangezogen, wobei zu beachten ist, dass sich die individualisierte Offenlegung im Zeitablauf ohnehin etabliert hätte, dies impliziert zumindest die Unraveling Theorie.

Schließlich wird empirisch für diejenigen Unternehmen des DAX-30, die ihre Vorstandsgehälter individualisiert offen legen gezeigt, dass es erhebliche Unterschiede sowohl in der Differenzierung der Vergütung der Vorstandsmitglieder als auch in der Aufteilung in fixe und variable Bestandteile gibt. Im Rahmen einer Regressionsanalyse werden die Determinanten der Vorstandsvergütung identifiziert. Als statistisch signifikante Variablen wurde die Börsenkapitalisierung identifiziert, welche die Vorstandsvergütung unterproportional beeinflusst. Die Eigenkapitalrendite hat gemäß der Analyse lediglich einen statistisch signifikanten Einfluss auf die variable Vergütung nicht jedoch auf die fixe Vergütung oder die Gesamtvergütung.

Abschließend wurde anhand einer Fallstudie für die Borussia Dortmund GmbH & Co. KG eine umfassende Analyse derer Corporate Governance Praktiken vorgenommen. Es wurde gezeigt, dass die offen gelegten Finanzinformationen in den Geschäftsberichten der Jahre von 2001/2002 bis 2002/2003 einem externen Bilanzadressaten nur unzureichende Informationen über die Vermögens-, Finanz-, und Ertragslage liefern. Im Rahmen des Reversed News Modells wurde gezeigt, dass lediglich der vom Kapitalmarkt nicht erwartete Teil der Information kursbeeinflussende Wirkung auf den Aktienkurs von Borussia Dortmund hatte. Als Erklärungsansatz für das Investitionsverhalten von Borussia Dortmund wurde das Overconfidence Theorem vorgestellt und in den Kontext der Ökonomie eines Profifußballvereins eingeordnet. Weiter wurde die im Rahmen der Entsprechung zum Deutschen Corporate Governance Kodex unterlassenen Angaben, insbesondere die Vergütung des Managements mit den zu Manchester United plc erhältlichen Angaben verglichen. Es wurde gezeigt, dass Borussia Dortmund hier

eine wesentlich restriktivere Offenlegung im Rahmen der Möglichkeiten des DCGK betrieb, die zu Spekulationen des Kapitalmarktes über die nicht offen gelegte Informationen mit entsprechender negativer Berichterstattung in der Presse führte. Im Rahmen einer aktiven Corporate Governance und Berichterstattung könnten solche Meldungen vermieden werden. Kontrolle durch Publizität ist wie in der Fallstudie gezeigt als Chance zu begreifen, die aktiv vom Management genutzt werden kann.