

Diskussionspapier des
Instituts für Organisationsökonomik

07/2017

Theoretische Erklärungsansätze
für die Entsprechenserklärungen zu
Abfindungen für Vorstandsmitglieder

Ute Schottmüller-Einwag

Discussion Paper of the
Institute for Organisational Economics

**Diskussionspapier des
Instituts für Organisationsökonomik
07/2017**

Juli 2017

ISSN 2191-2475

Theoretische Erklärungsansätze für die Entsprechenserklärungen zu Abfindungen für Vorstandsmitglieder

Ute Schottmüller-Einwag

Zusammenfassung

In diesem Beitrag werden theoretische Erklärungen gesucht für die dauerhaft hohe Abweichungsquote der Entsprechenserklärungen hinsichtlich Vorstandsabfindungen von über 20 % von Empfehlung Ziffer 4.2.3 Abs. 4 Deutscher Corporate Governance Kodex und für die Unabhängigkeit der Abweichungsquote von der Zugehörigkeit des Unternehmens zum Prime Standard und von der Zugehörigkeit des Unternehmens zu einem der Auswahlindices DAX, MDAX, TecDAX oder SDAX. Auch die mehrheitliche Überschreitung der Obergrenze trotz Entsprechenserklärungen und das Unterlassen der Erwähnung der Überschreitung im vergangenheitsorientierten Teil der folgenden Erklärung sollen erklärt werden. Aus verschiedenen theoretischen Modellen werden jeweils Veränderungsempfehlungen für die Regelung der Abfindungsobergrenzen für Vorstandsmitglieder abgeleitet.

JEL-Codes: D23, D71, D86, G34, G38, K12, M12, M14, M52

Theoretical Explanation Approaches for the Declarations of Conformity Regarding Severance Payments for Members of the Management Board

Abstract

In this discussion paper theoretical explanations are sought for the high deviation rate of declarations of conformity regarding severance payments for members of the management board of over 20 % from the recommendation section 4.2.3 para 4 of the German corporate governance code and for the independence of this rate from the membership of the company to the Prime Standard and from the membership of the company to one of the selection indices DAX, MDAX, TecDAX and SDAX. Moreover explanations are sought for the majority of severance payments exceeding the upper limit despite declarations of conformity and the failure to mention this exceedance in the past-oriented part of the following explanation. From the different theoretical models recommendations are derived how to change the arrangement of the severance caps for members of the management board.

Im Internet unter:

http://www.wiwi.uni-muenster.de/io/forschen/downloads/DP-IO_07_2017

Westfälische Wilhelms-Universität Münster
Institut für Organisationsökonomik
Scharnhorststraße 100
D-48151 Münster

Tel: +49-251/83-24303 (Sekretariat)
E-Mail: io@uni-muenster.de
Internet: www.wiwi.uni-muenster.de/io

Theoretische Erklärungsansätze für die Entsprechenserklärungen zu Abfindungen für Vorstandsmitglieder*

1. Einleitung

Vorstandsmitglieder von Aktiengesellschaften haben in der Vergangenheit mit hohen Abfindungssummen im Fall einer vorzeitigen Beendigung von Bestellung und Anstellungsvertrag immer wieder für öffentliche Empörung und Verärgerung gesorgt. So lautet beispielsweise der Titel eines Leserbriefes zu der Zahlung von 12 Millionen Euro von VW an das schon nach einem Jahr ausgeschiedene Vorstandsmitglied für Integrität und Recht, Christine Hohmann-Dennhardt, in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom 07.02.2017: „Alle Maßstäbe verloren?“ (Nachtwey 2017, S. 6). Die Abfindungszahlung von 2,4 Millionen Euro an den früheren Chef von Vattenfall Europe, Hans-Jürgen Cramer, nach nur fünf Monaten im Amt brachte den staatlichen schwedischen Energiekonzern Vattenfall in erhebliche Erklärungsnot gegenüber dem schwedischen Parlament (vgl. Waldermann 2011).

Die Gründe für den Wunsch eines Unternehmens nach einer vorzeitigen Beendigung können vielfältig sein. Es gibt Fälle, in denen das Vorstandsmitglied keinerlei Anlass für den Wunsch des Aufsichtsrates nach vorzeitiger Vertragsbeendigung gegeben hat, wie beispielsweise im Fall des Personalvorstands der Commerzbank AG, Ulrich Sieber. Im Rahmen eines Stellenabbaus im gesamten Unternehmen als Folge der Finanzmarktkrise sollte auch der Vorstand zum 31.12.2013 um zwei Mitglieder verkleinert werden, ohne dass Sieber ein Fehlverhalten vorgeworfen werden konnte (vgl. Mußler 2015, S. 26). Es gibt aber auch Fälle, in denen ein Fehlverhalten des ausscheidenden Vorstandsmitglieds im Raum steht, beispielsweise in den Fällen der Vorstandsmitglieder der Deutschen Bahn AG, Norbert Bensel und Otto Wiesheu, die das Unternehmen zum 31.05.2009 nach einer Datenspähhaffäre verlassen mussten. Strafrechtlich war den Vorstandsmitgliedern kein Vorwurf zu machen, das Unternehmen konnte den beiden Vorstandsmitgliedern kein „aktives persönliches Fehlverhalten“ vorwerfen und so erhielt Bensel eine Abfindung in Höhe von rund zwei Millionen Euro und Wiesheu eine in Höhe von 700.000 Euro (vgl. Doll/Haustein-Teßmer 2009, S. 1). Für die Unternehmen im Geltungsbereich des Deutschen Corporate Governance Kodex begrenzt die Empfehlung in Ziffer 4.2.3 Abs. 4 Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK, siehe Regierungskom-

* Ich danke Herrn Prof. Dr. Alexander Dilger für seine wertvollen Anregungen. Für trotz sorgfältiger Recherche und Arbeit in diesem Beitrag möglicherweise verbliebene Fehler bin ich alleine verantwortlich.

mission Deutscher Corporate Governance Kodex 2017, S. 7) die Abfindung auf den Wert von zwei Jahresvergütungen und auf nicht mehr als die Restlaufzeit des Anstellungsvertrages.

In einem früheren Beitrag zu diesem Thema wurde bereits empirisch untersucht, welcher Anteil der Unternehmen Abweichung von dieser Empfehlung erklärt und ob die Abweichung mit anderen Unternehmenseigenschaften korreliert (vgl. Schottmüller-Einwag 2016a, S. 6 und 7). In einem weiteren Beitrag wurde empirisch untersucht, ob die Unternehmen, die Entsprechen erklärt haben, die Abfindungsobergrenzen im Abfindungsfall tatsächlich einhalten (Erklärungsentsprechen) und ob trotz anderslautender Entsprechenserklärung abweichende Unternehmen die Abweichung zumindest im vergangenheitsbezogenen Teil der folgenden Erklärung angeben (vgl. Schottmüller-Einwag 2016b, S. 6).

Ziel dieses Beitrages ist es, die Ergebnisse der beiden genannten Untersuchungen zu den Entsprechenserklärungen hinsichtlich der Empfehlung Ziffer 4.2.3 Abs. 4 DCGK sowie zum Erklärungsentsprechen zu dieser Empfehlung mit Hilfe von Unternehmenstheorien zu erklären. Im Einzelnen sollen folgende Ergebnisse erklärt werden:

- Die dauerhaft hohe Abweichungsquote der Entsprechenserklärungen zu Ziffer 4.2.3 Abs. 4 DCGK von über 20 %,
- die Unabhängigkeit der Abweichungsquote von der Zugehörigkeit des Unternehmens zum Prime Standard,
- die Unabhängigkeit der Abweichungsquote von der Zugehörigkeit des Unternehmens zu einem der Auswahlindizes DAX, MDAX, TecDAX oder SDAX,
- die mehrheitliche Überschreitung der Obergrenze trotz Entsprechenserklärungen und
- das Unterlassen der Erwähnung der Überschreitung im vergangenheitsorientierten Teil der folgenden Erklärung.

Auf Basis dieser Erkenntnisse sollen anschließend Veränderungsvorschläge hergeleitet werden.

Zunächst ist der schillernde Begriff der *Corporate Governance* näher zu betrachten. Weder in entsprechenden Gesetzen noch im DCGK findet sich eine Definition des Normgebers. In der Praxis beschäftigen sich zahlreiche Berufsgruppen wie Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder von Aktiengesellschaften, Investoren, Unternehmensberater, Juristen, Politiker, Verwaltungsbeamte und viele andere mit unterschiedlichen Fragen der Corporate Governance. Auch

in der Theorie werden in unterschiedlichen Disziplinen wie beispielsweise in der Betriebswirtschaftslehre, speziell im Controlling und in der Organisation und Planung, in der Rechtswissenschaft, besonders im Gesellschafts- und Strafrecht, sowie in der Politikwissenschaft und in der Soziologie verschiedene Aspekte der Corporate Governance erforscht und diskutiert. Die unterschiedlichen Herangehensweisen erklären auch die Vielzahl unterschiedlicher Definitionen. Zusätzlich wird eine Definition dadurch erschwert, dass der Begriff Corporate Governance implizit „gute“ Corporate Governance bedeutet, also einen normativen Anteil enthält, für den jedoch bezogen auf den Deutschen Corporate Governance Kodex weitere Festlegungen fehlen. Corporate Governance wurde als Reaktion auf eine Folge von Unternehmenszusammenbrüchen in den USA und in Europa zum Thema, ohne dass die Sachverhalte ausreichend empirisch erforscht gewesen wären und ohne dass dafür eine oder mehrere zusammenhängende Theorien entwickelt worden wären (vgl. Welge/Eulerich 2014, S. 34).

Aus der Vielzahl der Definitionen sollen in diesem Beitrag diejenigen Definitionen zugrunde gelegt werden, die für die Analyse des Problems der Vorstandsabfindungen besonders hilfreich sind. So definiert Axel von Werder Corporate Governance als den „rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens“. Im Gegensatz zur Unternehmensverfassung, die nur die Ordnung innerhalb eines Unternehmens beschreibt, umfasst Corporate Governance sowohl eine interne als auch eine externe Governanceperspektive. Die „interne Governanceperspektive“ umfasst „die jeweiligen Rollen, Kompetenzen und Funktionsweisen sowie das Zusammenwirken der Unternehmensorgane wie Vorstand und Aufsichtsrat“, während die externe Governanceperspektive „das Verhältnis der Unternehmensführung zu den wesentlichen Bezugsgruppen des Unternehmens (*Stakeholder*) gestaltet, wobei den Anteilseignern (*Shareholder*) im Kreis der *Stakeholder* besondere Bedeutung zukommt“ (Werder 2009, S. 4). Mit Hilfe dieser Definition lassen sich Fragestellungen der Corporate Governance in eine entsprechende Vier-Felder-Matrix einordnen, indem man hinsichtlich der Wirkung von Regelungen zwischen rechtlicher und faktischer Wirkung sowie zwischen interner und externer Wirkung unterscheidet. Allerdings enthält die Definition keine Festlegung der Funktionen von Governance Regelungen. Da diese Funktionen je nach verwendetem „Modell der Unternehmung“ variieren (vgl. Dilger et al. 1999, S. 19 f.), erfolgt die Definition der Corporate Governance im Zusammenhang mit dem jeweils verwendeten Modell der Unternehmung in den Kapiteln 4 bis 6.

Zunächst werden die verwendeten Theorien in Kapitel 2 eingeordnet. Kapitel 3 stellt den rechtlichen Handlungsrahmen von Aktiengesellschaft und Vorstandsmitglied dar. In Kapitel 4

werden hohe Abfindungszahlungen als Kollusionen im Rahmen der Prinzipal-Agent-Theorie erklärt. Kapitel 5 stellt im Modell unvollständiger Verträge den besonderen Schutz der Anteilseigner in den Vordergrund, während Kapitel 6 dem Schutz der Anteilseigner den Schutz der spezifischen Investitionen anderer Beteiligter entgegenstellt. Kapitel 7 erklärt das Corporate-Governance-Verständnis der Akteure mit dem Streben nach Legitimation und nicht nach Effizienzsteigerungen. Kapitel 8 enthält ein Fazit und Ansätze zu Veränderungen.

2. Literaturüberblick

Die Unternehmenstheorie bietet kein einheitliches Modell zur Problemanalyse. Vielmehr sind sowohl in der Betriebswirtschaftslehre als auch in anderen Disziplinen wie beispielsweise der Soziologie und der Psychologie zahlreiche Unternehmenstheorien für die unterschiedlichen Problemstellungen entwickelt worden. Während die Kompetenzperspektive jedes Unternehmen als einzigartiges Ressourcenbündel versteht, das durch Einsatz und Optimierung dieser Ressourcen marktfähig bleibt, untersucht die Governance-Perspektive die organisationsökonomische Fragestellung, in welchen Strukturen Unternehmen mit möglichst geringen Transaktionskosten produzieren können (vgl. Osterloh 2007, Sp. 1858). Erklärungsrahmen hierfür ist die Neue Institutionenökonomik, die institutionelle Rahmenbedingungen nicht als gegeben, sondern als gestaltbar ansieht. Die Trennung von Eigentum und Kontrolle wurde bereits 1932 von Berle und Means untersucht und als Ursache für Interessenkonflikte von Anteilseignern und Management identifiziert (siehe Berle/Means 1932, S. 116). Die Prinzipal-Agent-Theorie trifft die Annahmen, dass die Akteure eines Unternehmens opportunistisch handeln, indem sie ihren eigenen Nutzen maximieren, und dass eine Informationsasymmetrie zu Gunsten des Agenten besteht. Effekte in mehrstufigen Beziehungen zwischen Prinzipal, Supervisor und Agent waren Gegenstand einer Erweiterung dieser Theorie. So beschrieb Tirole 1986 die Gefahr von Kollusionen als ineffizienten Absprachen zwischen Agent und Supervisor zu Lasten des Prinzipals, wenn sich die Prinzipal-Agent-Beziehung über mehrere Perioden erstreckt (siehe Tirole 1986, S. 186). Diese Variante kann zur Erklärung einiger Ergebnisse herangezogen werden. Die entgegengesetzte Annahme, die von der Organisationspsychologie und der Soziologie entwickelt wurde, dass die Akteure als „gute Verwalter“, sogenannte „*stewards*“ (Velte 2010, S. 286), nur die Interessen der Anteilseigner verfolgen (vgl. Donaldson/Davis 1991, S. 51), ist jedenfalls für die untersuchten Abfindungsverhandlungen als realitätsfern abzulehnen. Weitere für die untersuchte Fragestellung wichtige Erkenntnisse sind die Betrachtung des Unternehmens als Netzwerk von Verträgen („*Viewing the firm as the nexus of a set of contracting relationships among individuals*“, Jensen/Meckling 1976, S. 311) und das

Verständnis dieser Verträge als unvollständig. Die Verträge sind nach Hart unvollständig, weil zukünftige Entwicklungen entweder nicht vorhergesehen werden können oder weil es prohibitiv teuer wäre, alle zukünftigen Entwicklungsmöglichkeiten vertraglich zu regeln. Aus der Unvollständigkeit der Verträge folgt die Notwendigkeit eines Mechanismus, der die Vertragslücken im Lauf der Zeit füllt (siehe Hart 1988, S. 123). Während zunächst das aus der Unvollständigkeit der Verträge resultierende besondere Schutzbedürfnis der Anteilseigner im Vordergrund stand (vgl. Fama/Jensen 1982, S. 309), bezog eine Weiterentwicklung auch das Schutzbedürfnis anderer, ebenfalls durch unvollständige Verträge mit dem Unternehmen verbundener Vertragspartner ein, wenn sie spezifische Investitionen in das Unternehmen tätigen (vgl. Zingales 1997, S. 9). Dies ist dann der Fall, wenn sie Sach- oder Humankapital so einbringen, dass es in dieser konkreten Beziehung höhere Erträge einbringt als außerhalb (vgl. Richter/Furubotn 2010, S. 599). Die Beteiligten können im Modell unvollständiger Verträge über das gleiche Wissen verfügen, das sie allerdings gegenüber Dritten, zum Beispiel vor Gericht, nicht darlegen und beweisen können (vgl. Richter/Furubotn 2010, S. 306). Zur Lösung von Fragen der Corporate Governance wurde die Neue Institutionenökonomik häufig herangezogen. Insbesondere haben zahlreiche Autoren das im Rahmen der Corporate Governance zu regelnde Verhältnis zwischen Aktionären und Management als Prinzipal-Agent-Beziehung beschrieben und den Bedarf nach entsprechenden Corporate-Governance-Maßnahmen damit erklärt (beispielhaft für viele Osterloh/Rost 2011, S. 3; Paetzmann 2012, S. 11; Welge/Eulerich 2014, S. 18). Die Auswirkungen von Corporate-Governance-Regelungen im System unvollständiger Verträge wurden von Zingales präzisiert (siehe Zingales 1997, S. 7-10) und beispielsweise auf die Mitbestimmung angewendet (siehe Dilger et al. 1999, S. 27). Eine Anwendung institutionenökonomischer Modelle auf die untersuchte Situation der Zahlung einer Abfindung bei vorzeitiger Vertragsbeendigung konnte in der Literatur bislang nicht gefunden werden. Diese Lücke soll mit diesem Beitrag geschlossen werden.

3. Rechtlicher Handlungsrahmen von Aktiengesellschaft und Vorstandsmitglied

In der Rechtsbeziehung zwischen Aktiengesellschaft und Vorstandsmitglied sind zwei Ebenen zu unterscheiden: Nach § 84 Abs. 1 Satz 1 und Satz 5 AktG vereinbart der Aufsichtsrat mit dem künftigen Vorstandsmitglied einen auf maximal fünf Jahre befristeten Anstellungsvertrag nach § 611 Bürgerliches Gesetzbuch (BGB), um ein Anstellungsverhältnis zu begründen. Neben diesem Rechtsakt auf der schuldvertragsrechtlichen Ebene wird auf der korporationsrechtlichen Ebene die Organstellung des Vorstandsmitglieds begründet, indem der Auf-

sichtsrat das Vorstandsmitglied für die Dauer von maximal fünf Jahre bestellt. Durch diese beiden Akte werden unterschiedliche Rechtsverhältnisse begründet, die grundsätzlich unabhängig voneinander zu betrachten sind. Von Bedeutung ist diese duale Rechtsbeziehung auch im Fall der vorzeitigen Vertragsbeendigung. Während der Anstellungsvertrag nur aus „wichtigem Grund“ in der Regel fristlos nach § 626 Abs. 1 BGB gekündigt werden kann, kann die Bestellung nur aus „wichtigem Grund“ nach § 84 Abs. 3 Satz 1 AktG widerrufen werden. Trotz des gleichen Wortlautes haben beide Tatbestandsmerkmale unterschiedliche Reichweite. Ein „wichtiger Grund“ nach § 626 Abs. 1 BGB ist gegeben, wenn Tatsachen vorliegen, auf Grund derer dem Kündigenden unter Berücksichtigung aller Umstände des Einzelfalles und unter Abwägung der Interessen beider Vertragsteile die Fortsetzung des Dienstverhältnisses bis zu der vereinbarten Beendigung des Dienstverhältnisses nicht zugemutet werden kann. Ein „wichtiger Grund“ nach § 84 Abs. 3 Satz 1 AktG liegt vor, wenn „die Fortsetzung des Organverhältnisses bis Ende der Amtszeit für die Aktiengesellschaft unzumutbar wäre“ (Hüffer 2012, § 84 Rn. 26). Im Gesetz werden hierfür beispielsweise grobe Pflichtverletzung, Unfähigkeit zur ordnungsmäßigen Geschäftsführung oder Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung genannt. Kein „wichtiger Grund“ nach § 84 Abs. 3 Satz 1 AktG ist der Dissens über die strategische Ausrichtung eines Unternehmens (vgl. Hüffer 2012, § 84 Rn. 28). Während ein „wichtiger Grund“ nach § 626 Abs. 1 BGB immer auch ein „wichtiger Grund“ nach § 84 Abs. 3 Satz 1 AktG ist, der zum Widerruf der Bestellung berechtigt, ist dies umgekehrt nicht der Fall. Deshalb kann der Fall eintreten, dass zwar die Bestellung eines Vorstandsmitglieds rechtlich wirksam widerrufen werden kann, sein Anstellungsvertrag aber fort dauert. Für diesen gilt der Rechtsgrundsatz „*pacta sunt servanda*“¹.

Ziffer 4.2.3 Abs. 4 DCGK empfiehlt nun: „Bei Abschluss von Vorstandsverträgen soll darauf geachtet werden, dass Zahlungen an ein Vorstandsmitglied bei vorzeitiger Beendigung der Vorstandstätigkeit einschließlich Nebenleistungen den Wert von zwei Jahresvergütungen nicht überschreiten (Abfindungs-Cap) und nicht mehr als die Restlaufzeit des Anstellungsvertrags vergüten“. Diese Empfehlung ist zwar für die Unternehmen im Geltungsbereich des DCGK rechtlich unverbindlich, so dass sie davon abweichen können, die Unternehmen sind jedoch gemäß § 161 Aktiengesetz (AktG) rechtlich verpflichtet, ihr zurückliegendes Verhalten und ihre zukünftigen Absichten zur Einhaltung der Kodexempfehlungen in einer jährlich abzugebenden Entsprechenserklärung offenzulegen. Falls nicht entsprochen wurde, müssen die Unternehmen in der Entsprechenserklärung auch darstellen, welchen Empfehlungen aus

¹ Verträge sind einzuhalten.

welchem Grund nicht entsprochen wurde. Die Entsprechenserklärung ist von Vorstand und Aufsichtsrat gemeinsam abzugeben.

4. Kollusion als Ursache hoher Abfindungen

Bereits 1932 haben Berle und Means festgestellt, dass die Trennung von Eigentum und Kontrolle in einem Unternehmen zu Interessenkonflikten führen kann (siehe Berle/Means 1932, S. 116). Die möglichen Interessenkonflikte lassen sich nach Baums und Scott auf einem Kontinuum mit abnehmender Schärfe des Interessenkonfliktes einordnen, beginnend bei strafrechtlich sanktioniertem Verhalten wie Diebstahl, Unterschlagung oder Untreue über In-sich-Geschäfte zwischen Akteur und Unternehmen bis hin zu hoher Vergütung oder Abfindung und schlechtem Management (siehe Baums/Scott 2005, S. 37). Die Verhandlung und Vereinbarung einer Abfindung im Fall der vorzeitigen Vertragsbeendigung auf Wunsch der Gesellschaft lässt sich mit der Prinzipal-Agent-Theorie als ein solcher Interessenkonflikt analysieren. Danach beauftragt der Prinzipal einen Agenten mit der Erfüllung von dessen Aufgaben. Der Agent handelt dabei im Rahmen eines gewissen Entscheidungsspielraums für den Prinzipal. Als Grundannahme gilt, dass sowohl Prinzipal als auch Agent ihren eigenen Nutzen maximieren wollen, das heißt, dass der Agent im Fall eines Interessenkonfliktes seinen eigenen Nutzen zulasten des Prinzipals maximiert (vgl. Jensen/Meckling 1976, S. 308). In der Vertragsbeziehung entsteht eine Informationsasymmetrie, da zum einen der Prinzipal den Agenten nicht direkt beobachten kann und zum anderen der Agent über relevante Informationen verfügt oder diese im Lauf seiner Tätigkeit erwirbt. Die Informationen, über die der Agent verfügt, kann der Prinzipal nicht oder nur zu extrem hohen Kosten erlangen (vgl. Richter/Furubotn 2010, S. 173 f.). Will man die Prinzipien der Prinzipal-Agent-Theorie auf die Organisationsform der deutschen Aktiengesellschaft übertragen, so sind zunächst die Funktionen ihrer Organe zu betrachten. Der Vorstand leitet die Gesellschaft unter eigener Verantwortung gemäß § 76 Abs. 1 AktG. Der Aufsichtsrat überwacht die Geschäftsführung gemäß § 111 Abs. 1 AktG und in der Hauptversammlung üben die Aktionäre ihre Rechte nach § 118 Abs. 1 Satz 1 AktG aus. Die Aktionäre handeln als Prinzipale, die die Agenten beauftragen, mit dem investierten Geld im Unternehmen zu wirtschaften und Gewinne zu erzielen. Als Agenten kommen sowohl der Vorstand als auch der Aufsichtsrat in Betracht. Entsprechend der oben dargestellten Aufgabenverteilung besteht nun zwischen Vorstand und Aufsichtsrat grundsätzlich ein weiteres Prinzipal-Agent-Verhältnis, in dem der Aufsichtsrat den Vorstand mit der Geschäftsführung beauftragt. In der untersuchten Situation des Abschlusses eines Aufhebungsvertrages zwischen Vorstandsmitglied und Aufsichtsrat verschiebt sich diese Auf-

gabenzuweisung. Das Vorstandsmitglied handelt in dieser Situation nicht als Agent des Unternehmens, sondern nur im eigenen Interesse und der Aufsichtsrat kontrolliert nicht die Geschäftsführung, sondern vertritt die Gesellschaft nach § 112 Satz 1 AktG.

Unabhängig davon, ob man die jährliche Abgabe der Entsprechenserklärung oder die Bestelldauer als Periode betrachtet, liegt bei der Zusammenarbeit der Organe einer Aktiengesellschaft grundsätzlich ein Mehrperiodenmodell vor, bei dem sich die Prinzipal-Agent-Beziehung in aufeinanderfolgenden Perioden wiederholt (vgl. Kräkel 2015, S. 84). Diese Wiederholung kann entweder innerhalb der Aktiengesellschaft stattfinden, wenn die Vorstandsbestellung wiederholt wird, was nach § 84 Abs. 1 Satz 2 AktG möglich ist, oder die Beteiligten erwarten, dass sie zukünftig in einer anderen Aktiengesellschaft wieder zusammenarbeiten werden. Die Arbeitsbeziehung über mehrere Perioden führt zu folgendem Problem: Mit der Entwicklung der persönlichen Beziehungen werden ineffiziente Absprachen im Lauf der Zeit stabilisiert und es kommt leichter zu Kollusionen, bei denen nicht nur eine Umverteilung stattfindet, sondern die Effizienz des Unternehmens insgesamt sinkt (vgl. Kräkel 2015, S. 85 und 157). Kräkel unterscheidet zwischen horizontalen und vertikalen Kollusionen. Vertikal sind sie dann, wenn sie zwischen Akteuren unterschiedlicher Hierarchieebenen stattfinden (vgl. Kräkel 2015, S. 156). Die Beteiligten der Aktiengesellschaft lassen sich zwar nicht in formale Hierarchieebenen einordnen, betrachtet man aber ihre Aufgaben, so ergibt sich dennoch ein hierarchisches Gefüge: Sowohl die Aktionäre, vertreten in der Hauptversammlung, als auch die Beschäftigten können als Auftraggeber der Aktiengesellschaft angesehen werden; innerhalb der Aktiengesellschaft überwacht der Aufsichtsrat die Geschäftsführung durch den Vorstand. Das von Tirole (1986, S. 187) entwickelte dreistufige Hierarchiemodell wird in Abbildung 1 auf die Rollen der Beteiligten einer Aktiengesellschaft übertragen.

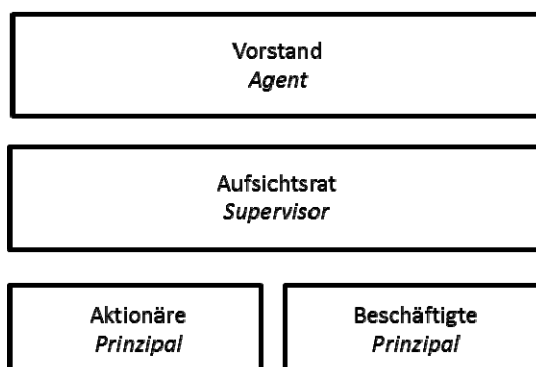


Abbildung 1: Dreistufige Hierarchiebeziehung der Aktiengesellschaft

Je länger die Zusammenarbeit dauert, desto größer wird der Anreiz für Agent und Supervisor, sich entweder gleichzeitig oder zeitversetzt gegenseitig Vorteile zu verschaffen. Was zunächst mit dem Wunsch beginnen kann, Ärger zu vermeiden, führt dann zu einem wechselseitigen Drohpotenzial, das zurückliegende Fehlverhalten des anderen zu verraten (vgl. Tirole 1986, S. 186 und 202). Für den Prinzipal ist es häufig unmöglich, Kollusionen nachzuweisen, und sie finden vermutlich öfter statt, als sie beobachtet werden können (vgl. Tirole 1986, S. 186 f.).

Neben der Institutionenökonomik haben auch andere Forschungsrichtungen derartige Kollusionen aufgezeigt. So haben Bebchuk und Fried in ihrem Managerial-Power-Ansatz für die US-amerikanische Corporation dargestellt, dass die *Non-Executive Directors*, vergleichbar mit den Aufsichtsratsmitgliedern der deutschen Aktiengesellschaft, durch Eigeninteressen in die Verhandlungen mit den *Executive Directors*, vergleichbar mit den Vorstandsmitgliedern der deutschen Aktiengesellschaft, verstrickt sind, und deshalb beispielsweise zu hohe Vergütungen (siehe Bebchuk/Fried 2006, S. 12) und Abfindungen (siehe Bebchuk/Fried 2003, S. 81) bewilligen. Auch in der experimentellen Wirtschaftsforschung wurden solche Kollusionen nachgewiesen. Bolton et al. zeigten in einem Experiment, dass zwei Beteiligte, die wechselseitig über die Zuweisung von Zahlungen zu entscheiden haben, ihre soziale Beziehung zueinander zu Lasten eines externen Dritten im Durchschnitt deutlich ausnutzen. Wenn die Höhe aller Zahlungen der Vorrunde transparent war, fielen die Zahlungszuweisungen durchschnittlich sogar noch höher aus (vgl. Bolton et al. 2016, S. 134 und 140). Somit können die hohen Abfindungen als Ergebnis eines kollusiven Zusammenwirkens von Aufsichtsrat und ausscheidendem Vorstandsmitglied verstanden werden. In Anbetracht der Kollusionsgefahr stellt sich die Frage, ob eine Delegation der Kontrolle auf den Supervisor für den Prinzipal noch vorteilhaft ist oder ob er besser selbst kontrollieren sollte. Strausz weist zwei Gründe nach, warum die Delegation dennoch vorteilhaft ist: Zum einen stehen dem Prinzipal dann zwei Verträge zur Verfügung, in denen er jeweils die Anreize für den Agenten und den Supervisor setzen kann, und zum anderen führt der Einsatz eines Supervisors dazu, dass dieser die Leistung des Agenten auf Basis seiner erlangten, dem Prinzipal nicht zur Verfügung stehenden Information beurteilt. So setzt sich der Prinzipal nicht dem Vorwurf aus, bei der Beurteilung des Agenten Informationen zu dessen Gunsten zurückzuhalten (siehe Strausz 1997, S. 338).

Die Einführung von Regeln, die den Handlungsspielraum des Aufsichtsrats reduzieren, stellt eine Möglichkeit dar, die Gefahr derartiger Kollusionen zu reduzieren. Dabei muss aber zwi-

schen den mit den Freiräumen verbundenen Vorteilen der Flexibilität und den Vorteilen der Vermeidung von Kollusionen abgewogen werden (vgl. Tirole 1986, S. 208). Corporate-Governance-Strukturen haben im Prinzipal-Agent-Modell die Aufgabe, Informationsasymmetrien zu reduzieren und opportunistisches Verhalten des Agenten zu verhindern oder auszugleichen. Diesen Überlegungen liegt von Werders Definition von Corporate Governance als „rechtlichem und faktischem Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens“ zugrunde (Werder 2009, S. 4). Bei der untersuchten Empfehlung Ziffer 4.2.3 Abs. 4 DCGK handelt es sich um eine Regel, die den Handlungsspielraum des Aufsichtsrats bei den Abfindungsverhandlungen reduzieren soll. Des Weiteren haben die gesetzlichen Pflichten sowohl zur Offenlegung der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG als auch zur Offenlegung der Höhe der individualisierten Vorstandsvergütung nach § 285 Nr. 9 a) Satz 5 Handelsgesetzbuch (HGB) als auch zur Offenlegung der Höhe der individualisierten Vorstandsabfindung nach § 285 Nr. 9 a) Satz 6 dd) HGB die Funktion, die Informationsasymmetrie gegenüber den Aktionären zu reduzieren. Dieses Modell erklärt jedoch nur die hohen Abfindungen trotz anderslautender Entsprechenserklärungen, die anderen Forschungsergebnisse lassen sich mit dem Prinzipal-Agent-Modell nicht erklären.

5. Kontrolldefizit des Aufsichtsrats als Ursache hoher Abfindungen

Bereits 1982 stellten Fama und Jensen im Rahmen des Modells unvollständiger Verträge in ihrer Analyse den besonderen Schutz der Anteilseigner in den Vordergrund. Ein Unternehmen kann als Netzwerk von Verträgen betrachtet werden, in denen die Rechte der Beteiligten wie beispielsweise der Mitarbeiter, Kunden oder Lieferanten vereinbart werden (siehe Jensen/Meckling 1976, S. 310). Während die Ansprüche der meisten Partner in diesen Verträgen genau definiert werden, verbleibt das Restrisiko als „*the risk of the difference between stochastic inflows of resources and promised payments to the agents*“ bei den Anteilseignern (Fama/Jensen 1982, S. 302). Dies zeigt sich unter anderem darin, dass die Verträge der Anteilseigner im Gegensatz zu den Verträgen der anderen Gläubiger keiner regelmäßigen Anpassung unterzogen werden (vgl. Williamson 1985, S. 304), dass die Forderungen aller anderen Gläubiger vorrangig bedient werden und dass die Höhe der Zahlungen an die Anteilseigner unsicher ist. Dieses Restrisiko führt zu einer großen Verwundbarkeit der Aktionäre. Neben dieser besonderen Verwundbarkeit trägt auch die Wichtigkeit der Aktionäre für ein Unternehmen zu ihrer besonderen Bedeutung bei. Die Anteilseigner als Träger des beschriebenen Risikos sind für Unternehmen von großer Wichtigkeit, weil sie den Zufluss von Kapital für Investitionen und Wachstum sicherstellen. Erst mit steigender Unternehmensgröße kön-

nen Skalen- und Verbundeffekte in einem Unternehmen ausgenutzt werden (vgl. Baums/Scott 2005, S. 34). Das Risiko kann so auf zahlreiche Anteilseigner verteilt werden, die jeweils über den Umfang ihres Risikos entscheiden (vgl. Fama/Jensen 1983, S. 329). Sowohl die besondere Verwundbarkeit der Anteilseigner als auch ihre Wichtigkeit für Unternehmen begründen ihr besonderes Interesse an der Sicherstellung, dass die Erträge ihrer Investitionen an sie zurückfließen. Fama und Jensen haben die Trennung von Entscheidungsmanagement und Entscheidungskontrolle in verschiedenen Organisationsformen als effizienten Kontrollmechanismus zur Absicherung der Eigentümer identifiziert, um so das spezialisierte Wissen von Führungskräften in Organisationen optimal einsetzen zu können (siehe Fama/Jensen 1982, S. 309). Unter Entscheidungsmanagement wird dabei die Entwicklung von Handlungsmöglichkeiten und deren Auswahl verstanden und unter Entscheidungskontrolle die Kontrolle der Umsetzung und Ergebnisse (vgl. Fama/Jensen 1982, S. 304). Übertragen auf die Organisationsverfassung der deutschen Aktiengesellschaft bedeutet dies, dass dem Vorstand das Entscheidungsmanagement obliegt, weil er zur Erfüllung seiner Aufgabe der Geschäftsführung Handlungsalternativen entwickelt und über sie entscheidet. Der Aufsichtsrat ist für die Entscheidungskontrolle verantwortlich. Damit verhindert das dualistische System von Vorstand und Aufsichtsrat der deutschen Aktiengesellschaft grundsätzlich die Ausnutzung der Aktionäre.

Beim Abschluss von Anstellungs- und Aufhebungsverträgen verschiebt sich jedoch die dargestellte Aufgabenzuweisung. Das Vorstandsmitglied handelt in diesem Zusammenhang nicht im Interesse des Unternehmens, sondern im eigenen Interesse, und der Aufsichtsrat kontrolliert nicht die Geschäftsführung, sondern vertritt die Gesellschaft nach § 112 Satz 1 AktG. Diese Verschiebung hat zur Folge, dass der Aufsichtsrat hohe Abfindungssummen vereinbaren kann, ohne dass diese Entscheidung institutionell kontrolliert wird. Zwar beschließt die Hauptversammlung über die Entlastung der Mitglieder des Aufsichtsrats nach § 120 Abs. 1 Satz 1 AktG, eine Entlastungsverweigerung hat jedoch keine unmittelbaren rechtlichen Folgen (vgl. Hüffer 2012, § 120 Rn. 16), sondern kann lediglich öffentlichen Druck auf die Organmitglieder ausüben. Insofern stellt sie keine wirksame institutionelle Kontrolle dar.

Das Modell des Unternehmens als Netzwerk unvollständiger Verträge, das den Erklärungen in diesem und in Kapitel 6 zugrunde liegt, und das Modell des Unternehmens als Delegationen im Rahmen von Prinzipal-Agent-Verhältnissen in Kapitel 4 schließen sich nicht gegenseitig aus, sondern sind sich im Ergebnis sehr ähnlich. Sie erklären die Effekte geringfügig anders.

Corporate Governance erfüllt in diesem Modell die Funktion, die besonders verwundbaren Anteilseigner bei der Ex-post-Verteilung der Quasirenten speziell zu schützen. Dies kommt in der folgenden Definition von Corporate Governance zum Ausdruck: „*Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment*“ (Shleifer/Vishny 1997, S. 737). Die untersuchte Empfehlung einer Abfindungsobergrenze hat in diesem Modell den Zweck, die Aufteilung der Gewinne zwischen Aktionären und ausscheidendem Vorstandsmitglied zu regeln und den Entscheidungsspielraum des Aufsichtsrats ex ante zu begrenzen, weil er keiner weiteren Kontrolle unterliegt. Für die Entscheidung des Aufsichtsrats über das System der Vorstandsvergütung wurde das Kontrolldefizit bereits gesetzlich durch einen – wenn auch schwachen – Kontrollmechanismus ausgeglichen. § 120 Abs. 4 Satz 1 AktG sieht die Möglichkeit der Entscheidung durch die Hauptversammlung vor („*say on pay*“), wenn von Vorstand und Aufsichtsrat ein entsprechender Vorschlag unterbreitet wird oder eine qualifizierte Aktionärsminorität dies gemäß § 122 Abs. 2 Satz 1 AktG verlangt. Nach § 120 Abs. 4 Satz 2 AktG bleibt dieser Beschluss jedoch ohne Rechtsfolgen. Die Wirkung muss dann vermutlich über die Herstellung von öffentlichem Aufsehen erfolgen. Ob eine entsprechende Regelung zur Kontrolle individueller Vorstandsabfindungen sinnvoll wäre, ist fraglich. Es gibt erste Forschungsergebnisse, dass die Höhe der Vorstandsvergütung keinen Einfluss auf die Entscheidung der Hauptversammlung hat; vielmehr bewertet die Hauptversammlung das gesamte Vergütungssystem (vgl. Drefahl/Pelger 2013, S. 462). Mit dem beschriebenen Kontrolldefizit kann das überwiegende Überschreiten der Abfindungsobergrenzen trotz anderslautender Entsprechenserklärung erklärt werden, insbesondere auch die Zahlungen sehr hoher Abfindungen, die über die Vergütung der Restlaufzeit hinausgehen. Die anderen Forschungsergebnisse vermag das Kontrolldefizit jedoch ebenfalls nicht zu erklären.

6. Ex post Sicherstellung der Quasirenten durch hohe Abfindungen

Im Rahmen des Modells unvollständiger Verträge entwickelte Zingales (1997) den in Kapitel 5 dargestellten besonderen Schutz der Anteilseigner weiter, indem er neben dem Schutz der Anteilseigner auch den Schutz der spezifischen Investitionen anderer Beteiligter in das Modell einbezogen hat. Betrachtet man die spezielle Situation der vorzeitigen Beendigung eines Vorstandsanstellungsvertrages ohne wichtigen Grund auf Wunsch der Gesellschaft im Modell des Unternehmens als Geflecht unvollständiger Verträge und spezifischer Investitionen, werden zwei Aspekte deutlich. Erstens tätigt nicht nur ein Aktionär, sondern auch jedes Vorstandsmitglied zu Beginn seiner Tätigkeit spezifische Investitionen, zum Beispiel indem es an

den Sitz der Aktiengesellschaft umzieht und sich in die Produkte, Prozesse, Strukturen etc. des Unternehmens einarbeitet. Zweitens ist nicht nur der Vertrag des Aktionärs unvollständig, sondern auch der Anstellungsvertrag des Vorstandsmitglieds ist insofern unvollständig, als dass er nicht alle zukünftigen Entwicklungen antizipieren und vertraglich regeln kann, die den Wunsch der Aktiengesellschaft nach einer vorzeitigen Vertragsbeendigung zur Folge haben können. Die Vertragspartner gehen ein „bilaterales Monopol“ ein (Zingales 1997, S. 2). Die Gefahr eines „hold up“ durch die Aktiengesellschaft, bei dem das Vorstandsmitglied durch eine vorzeitige Vertragsbeendigung seine ex ante erwartete Quasirente in Form der Vergütung der gesamten Vertragslaufzeit verlieren könnte, ist durch das geltende Recht – wie in Kapitel 3 dargestellt – ausgeschlossen. Der Rechtsgrundsatz „*pacta sunt servanda*“ schützt somit die Quasirente des Vorstandsmitglieds bis zum Ende der Vertragslaufzeit vor einem „hold up“.

In diesem Modell erfüllt Corporate Governance die Funktion, die Ex-post-Aufteilung der Quasirenten zu regeln, weil es unmöglich oder prohibitiv teuer ist, alle Eventualitäten im Vorfeld vertraglich zu regeln. Zingales definiert ein Governance System deshalb als „*the complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rents generated in the course of a relationship*“ (Zingales 1997, S. 3). Corporate-Governance-Strukturen können somit auf verschiedene Weise die Effizienz eines Unternehmens gestalten: Sie können ex ante Anreizeffekte setzen, um wertsteigernde Aktivitäten zu ergreifen bzw. wertvernichtende zu unterlassen, sie können Ineffizienzen in ex post Verhandlungen reduzieren oder sie können das Risiko reduzieren und auf die am meisten risikotolerante Partei verlagern (vgl. Zingales 1997, S. 10). Wie wirken sich die in Ziffer 4.2.3 Abs. 4 DCGK empfohlenen Abfindungsobergrenzen auf diesen Schutz aus? Angenommen, die empfohlenen Obergrenzen könnten zwischen Vorstandsmitglied und Aktiengesellschaft wirksam vereinbart werden, so würden sie die Gefahr eines „hold up“ begründen, indem sie den Schutz des Vorstandsmitglieds reduzieren, wenn die Abfindungsverhandlungen stattfinden, solange die Restvertragslaufzeit noch mehr als zwei Jahre beträgt. Die Einhaltung der Empfehlung würde in den Abfindungsverhandlungen als Ex-post-Verteilung der Quasirente die Anfangsausstattung der Verhandlungsposition des Vorstandsmitglieds reduzieren. Diese Reduktion könnte Anreize für Vorstandsmitglieder setzen, während der ersten drei von fünf Jahren zum einen eher nicht zu viel Aufwand für die Aufgabe zu verwenden (Unterinvestition, vgl. Kräkel 2015, S. 95) und zum anderen eher auf kurzfristige Erfolge ausgerichtete Strategien zu verfolgen.

Hinsichtlich der Frage, ob das Vorstandsmitglied Anlass zum Wunsch der Gesellschaft nach vorzeitiger Vertragsbeendigung gegeben hat, sind drei Fallgruppen zu unterscheiden: Erstens

kann das Vorstandsmitglied keinerlei Anlass für den Wunsch des Aufsichtsrates nach vorzeitiger Vertragsbeendigung gegeben haben. So war es beispielsweise im Fall des eingangs erwähnten Personalvorstands der Commerzbank AG, Ulrich Sieber. In diesem Fall würde die Umsetzung der Empfehlung die Verhandlungsposition des Vorstandsmitglieds verschlechtern, solange die Restvertragslaufzeit noch mehr als zwei Jahre beträgt. Für diese Fallgruppe wäre die in Ziffer 4.2.3 Abs. 4 DCGK empfohlene Verlagerung des Risikos der Zahlung der Restvergütung von der Aktiengesellschaft auf das Vorstandsmitglied unangemessen, weil es keinerlei Anlass für den Wunsch der Gesellschaft gegeben hat. Zweitens kann das Vorstandsmitglied einen wichtigen Grund zum Widerruf der Bestellung gegeben haben, indem es beispielsweise strafbare Handlungen, auch im persönlichen Bereich, begangen hat (vgl. Hüfner 2012, § 84 Rn. 28). In diesem Fall wird die Bestellung widerrufen und über die vorzeitige Aufhebung des Anstellungsvertrages verhandelt. Die empfohlene Risikoverlagerung bei einer Restvertragslaufzeit von mehr als zwei Jahren kann in diesem Fall angemessen sein, immerhin hat das Vorstandsmitglied einen wichtigen Grund zum Widerruf gegeben. Allerdings sollte auch die Wertung des Gesetzgebers, durch die Trennung der Rechtsverhältnisse dem Vorstandsmitglied einen Schutz einzuräumen, beachtet werden. Schwieriger zu beurteilen sind die Fälle der dazwischen liegenden dritten Fallgruppe, in der das Vorstandsmitglied zwar durch sein Verhalten Anlass zum Wunsch nach vorzeitiger Vertragsbeendigung gegeben hat, dies aber gerichtlich nicht relevant wird, weil die Situation im Vorfeld nicht vertraglich spezifiziert wurde oder die Einordnung des Verhaltens als Fehlverhalten umstritten ist oder das Fehlverhalten als solches nicht beweisbar ist wie in den eingangs erwähnten Fällen der Vorstandsmitglieder der Deutschen Bahn AG, Norbert Bensel und Otto Wiesheu. Finden die Abfindungsverhandlungen zu einem Zeitpunkt statt, an dem die Restvertragslaufzeit noch mehr als zwei Jahre beträgt, würde Ziffer 4.2.3 Abs. 4 DCGK einen Teil des Risiko des Verlustes der Quasirente auf das Vorstandsmitglied abwälzen, unabhängig sowohl vom Zeitpunkt der Verhandlungen als auch vom Grad des jeweiligen (Fehl-)Verhaltens. Diese Risikoverlagerung stände jedoch meines Erachtens im Widerspruch zur gesetzlichen Wertung des § 76 Abs. 1 AktG in Verbindung mit § 84 Abs. 3 Satz 1 AktG. Danach leitet der Vorstand die Aktiengesellschaft unter eigener Verantwortung und seine Bestellung zum Vorstandsmitglied kann nur widerrufen werden, wenn ein wichtiger Grund vorliegt. Dies gibt den Vorstandsmitgliedern beispielsweise die Freiheit, Strategien zu wählen, die nicht nur kurzfristige Erfolge zum Ziel haben. Ob die Risikoverlagerung durch die Empfehlung für diese Fälle angemessen ist, ist aus diesem Grund fraglich. Die Risikoverteilung der unterschiedlichen Fallgruppen ist in Tabelle 1 zusammengefasst:

Verhalten des Vorstandsmitglieds	Regelung ohne 4.2.3 Abs. 4 DCGK	Regelung mit 4.2.3 Abs. 4 DCGK	Bewertung der Wirkung der Empfehlung
kein Fehlverhalten	Verhandlung über Aufhebung des Anstellungsvertrages: Risiko der Zahlung der Restvergütung liegt bei AG	Verhandlungen, wenn Restvertragslaufzeit > 2 Jahre: Risikoabwälzung auf das Vorstandsmitglied	unangemessene Risikoabwälzung
		Verhandlungen, wenn Restvertragslaufzeit ≤ 2 Jahre: wie ohne 4.2.3 Abs. 4 DCGK	keine Veränderung
Fehlverhalten nicht justizabel	Verhandlung über Aufhebung des Anstellungsvertrages: Risiko der Zahlung der Restvergütung liegt bei AG	Verhandlungen, wenn Restvertragslaufzeit > 2 Jahre: Risikoabwälzung auf das Vorstandsmitglied ohne Beachtung des Grades des Fehlverhaltens und ohne Beachtung des Zeitpunkts	unangemessene Pauschalierung, weil sie den Grad des Fehlverhaltens und den Zeitpunkt der Verhandlungen unberücksichtigt lässt
		Verhandlungen, wenn Restvertragslaufzeit ≤ 2 Jahre: wie ohne 4.2.3 Abs. 4 DCGK	keine Veränderung
Fehlverhalten wichtiger Grund nach § 84 Abs. 3 Satz 1 AktG	Widerruf der Bestellung & Verhandlung über Aufhebung des Anstellungsvertrages: Risiko der Zahlung der Restvergütung liegt bei AG	Verhandlungen, wenn Restvertragslaufzeit > 2 Jahre: Risikoabwälzung auf das Vorstandsmitglied ohne Beachtung des Grades des Fehlverhaltens und ohne Beachtung des Zeitpunkts	möglicherweise angemessen, wichtiger Grund zum Widerruf der Bestellung
		Verhandlungen, wenn Restvertragslaufzeit ≤ 2 Jahre: wie ohne 4.2.3 Abs. 4 DCGK	keine Veränderung
Fehlverhalten wichtiger Grund nach § 626 Abs. 1 BGB	Widerruf der Bestellung & Kündigung	nicht Regelungsinhalt der Empfehlung	-

Tabelle 1: Verteilung des Risikos der Zahlung der Restvergütung

Die Untersuchung der Auswirkung der Empfehlung in Ziffer 4.2.3 Abs. 4 DCGK wird zusätzlich dadurch erschwert, dass die Empfehlung selbst bei erklärtem Entsprechen des Unternehmens keine rechtliche Wirkung entfaltet, weil die empfohlene Aufnahme in den Anstellungs-

vertrag ohne Bindungswirkung für den zu schließenden Aufhebungsvertrag bleibt. Sowohl die vergleichsweise hohen Abweichungsquoten von über 20 % in den Entsprechenserklärungen als auch die mehrheitliche Überschreitung der Obergrenze trotz Entsprechenserklärungen kann durch die Tatsache, dass die in Ziffer 4.2.3 Abs. 4 DCGK empfohlene Verlagerung des Risikos auf die Vorstandsmitglieder jedenfalls in der ersten Fallgruppe und möglicherweise auch in der zweiten und dritten Fallgruppe unangemessen ist, erklärt werden. Sowohl Aufsichtsrat als auch Vorstand haben die unangemessene Risikoverteilung erkannt und lehnen die Anwendung der empfohlenen Obergrenzen deshalb ab. Dies wird auch an den erklärten Abweichungsgründen deutlich, die in Tabelle 2 zusammengefasst sind.

	2010	2011	2012	2013	2014
N	119	120	114	109	95
Vertragliche Regelung des Aufsichtsrates bietet ausreichend Schutz	39,8 %	38,8 %	37,0 %	41,6 %	39,4 %
Rechtliche Argumente	25,8 %	26,7 %	26,2 %	26,3 %	28,8 %
DCGK oder Teile davon unangemessen	10,9 %	12,1 %	11,8 %	11,0 %	10,4 %
Gesetzliche Regelung bietet angemessenen Interessenausgleich	1,7 %	1,7 %	4,4 %	2,8 %	4,2 %
Wettbewerbserwägungen	3,4 %	2,5 %	3,1 %	0,9 %	1,6 %
Sonstiges	11,8 %	10,0 %	11,4 %	11,0 %	11,5 %
Ohne Angabe eines Grundes	6,7 %	8,3 %	6,1 %	6,4 %	4,2 %

Tabelle 2: Gruppierte Abweichungsgründe nach Anteilen

Die Abweichungen wurden in knapp 40 % der Abweichungserklärungen mit dem Vertrauen in die vertraglichen Regelungen des Aufsichtsrates begründet. In ca. 10 % der Abweichungserklärungen wird die Ablehnung sogar explizit mit der Unangemessenheit der Regelung 4.2.3 Abs. 4 DCGK oder Teilen davon erklärt. Diese Ergebnisse sind vor dem Hintergrund, dass die Entsprechenserklärung von Vorstand und Aufsichtsrat gemeinsam abzugeben ist und dass sich der Aufsichtsrat so selbst das Vertrauen ausspricht und seine Entscheidungsfreiheit schützt, allerdings mit gewisser Vorsicht zu lesen. Auch die Tatsachen, dass die Ablehnungsquote sowohl von der Zugehörigkeit des Unternehmens zum Prime Standard als auch von seiner Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindizes DAX, MDAX, TecDAX oder SDAX unabhängig ist, weisen auf ein systematisches Problem der Empfehlung hin, können von dem

Modell jedoch nicht vollständig erklärt werden. Die Erklärung hoher Abfindungen mit dem Schutz der spezifischen Investitionen des Vorstandsmitglieds steht nicht im Widerspruch zur Erklärung als Folge eines Kontrolldefizits in Kapitel 5. Vielmehr können die dargestellten Effekte einzeln oder gemeinsam zu hohen Abfindungen führen.

7. Corporate-Governance-Empfehlungen aus Gründen der Legitimation

Im Gegensatz zu den Kapiteln 4 bis 6 wird in diesem Kapitel nicht die Situation, die zur Zahlung hoher Abfindungen führt, untersucht, sondern das Verständnis der Beteiligten von der Wirkung von Corporate Governance-Strukturen. Die den Hypothesen zugrundeliegende Idee der Wirkungsweise der Empfehlungen des DCGK ist die, dass dadurch Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung gesetzt werden, deren Einhaltung die Unternehmenseffizienz erhöht und die deshalb vom Kapitalmarkt mit höherer Nachfrage und dadurch höheren Aktienkursen „belohnt“ wird. Bei der Einführung des Deutschen Corporate Governance Kodex erklärte der damalige Vorsitzende der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Gerhard Cromme, die Wirkungsweise so: „Wer sich nicht an den Kodex hält, den bestraft der Kapitalmarkt“ (vgl. Sturbeck 2001, S. 13). Zu dieser Vorstellung passt jedoch weder die hohe Ablehnungsquote von mehr als 20 % aller Unternehmen noch die Überschreitung der empfohlenen Obergrenze in mehr als der Hälfte aller Abfindungsfälle, obwohl zuvor Entsprechen erklärt wurde. Auch die Tatsache, dass die Ablehnungsquote unabhängig ist von der Zugehörigkeit des Unternehmens zum Prime Standard oder von der Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices lässt sich mit diesem Wirkungsprinzip nicht erklären.

Die Soziologen Meyer und Rowan erklären die Einführung von formalen Strukturen wie den Empfehlungen des DCGK weitaus plausibler: „*Institutional rules function as myths which organizations incorporate, gaining legitimacy, resources, stability and enhanced survival prospects*“ (Meyer/Rowan 1977, S. 340). Danach werden formale Regelungen unabhängig von der Steigerung der Unternehmenseffizienz als Mythen eingeführt, um die Akzeptanz der beteiligten Interessengruppen und damit eine Legitimation der Geschäftstätigkeit sicherzustellen. Die Institutionalisierung solcher Regeln kann dabei auf verschiedene Weise erfolgen, indem Verhaltensweisen entweder für gegeben gehalten oder von der öffentlichen Meinung oder gesetzlich vorgegeben werden. Die Empfehlungen des DCGK wurden den Unternehmen als „international und national anerkannte Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung“ durch die Regierungskommission vorgegeben. Diesen Standards fehlt je-

doch bis heute sowohl die theoretische Herleitung als auch die ausreichende empirische Absicherung (vgl. Haar 2013, S. 241). Somit enthalten sie nur das, „was nach subjektiver Vorstellung der Mehrheit der Mitglieder der Regierungskommission gute Governance wäre“ (Krieger 2012, S. 211). Der von Meyer und Rowan verwendete Begriff des Mythos als „Sache oder Begebenheit, die aus meist verschwommenen irrationalen Vorstellungen heraus glorifiziert wird“ (Duden 2017), trifft diesen Tatbestand mangelnder theoretischer oder empirischer Fundierung sehr gut. Die Funktionsweise der Empfehlungen des DCGK als institutionalisierte formale Struktur hat weitreichende Auswirkungen, von denen zwei im Folgenden näher dargestellt werden: Erstens wird die Legitimation eines Unternehmens nicht dadurch vernichtet, dass es von einer einzelnen oder von wenigen Empfehlungen abweicht, wenn es dem größten Teil der Empfehlungen entspricht. Die Befoligungsquote als der Anteil der Kodexbestimmungen, denen die verpflichteten Unternehmen durchschnittlich entsprechen, ist grundsätzlich relativ hoch. Sie wird jährlich unter anderem auch vom *Berlin Center of Corporate Governance* untersucht und betrug 2013 beispielsweise 81,9 % für alle Unternehmen und sogar 95,8 % für die DAX-Unternehmen (vgl. Werder/Bartz 2013, S. 886). Dies erklärt die hohe Abweichungsquote von dauerhaft mehr als 20 % aller Unternehmen: Die Legitimation wird bei einer oder wenigen Abweichungen nicht schwinden, sondern möglicherweise bei der Abweichung von einer systemwidrigen Empfehlung noch steigen, falls die potenziellen Investoren sich überhaupt die Mühe machen, die gegenwärtig 102 Empfehlungen einzeln auszuwerten. Mit der Theorie von Meyer und Rowan kann auch erklärt werden, dass die Abweichungserklärungen von der Zugehörigkeit zum Prime Standard sowie zu einem der Auswahlindices unabhängig sind. Verfolgt man die gegenläufige Idee, die Empfehlungen dienen der Effizienzsteigerung, dann müssten Unternehmen im Prime Standard oder sogar in einem Auswahlindex dem Kapitalmarkt seltener Abweichung signalisieren, weil sie stärker vom Kapitalmarkt abhängig sind und keine Kursabschläge riskieren wollen. Sieht man die Entsprechenserklärung jedoch als Signal zum Erhalt der Akzeptanz, dann kann ein Unternehmen eine einzelne Abweichung in Kauf nehmen. Dies erklärt, warum DAX-Unternehmen statistisch genauso häufig Abweichung erklären wie Unternehmen, die nur im CDAX aufgeführt sind, und warum Unternehmen im Prime Standard statistisch genauso häufig Abweichung erklären wie Unternehmen im General Standard. Unternehmen in einem der Auswahlindices erklären jedoch statistisch häufiger Entsprechen als Unternehmen, die nur im CDAX aufgeführt sind, und Unternehmen im Prime Standard erklären statistisch häufiger Entsprechen als Unternehmen im General Standard. Vom positiven Signal erhoffen sie sich eine positive Wirkung entweder in Form höherer Aktiennachfrage oder in Form von Legitimität ihrer Geschäftstätig-

keit. Die zweite Auswirkung institutionalisierter formaler Strukturen ist, dass die Unternehmen durch Entkopplung der formalen Struktur von den operativen Prozessen und durch Minimierung der Kontrollmöglichkeiten versuchen, die Strukturen einer Leistungs- und Effizienzüberprüfung zu entziehen (vgl. Meyer/Rowan 1977, S. 357 und 359). Die Trennung der Verpflichtung zur Aufnahme der Obergrenze in den Anstellungsvertrag von der Verhandlung des Aufhebungsvertrages ist eine solche Entkoppelung, die allerdings nicht durch die Unternehmen, sondern bereits durch die Regierungskommission erfolgt ist. Sowohl das tatsächliche Überschreiten in der Mehrzahl der Abfindungsfälle als auch das Unterlassen der Angabe im vergangenheitsbezogenen Teil der folgenden Entsprechenserklärung können damit erklärt werden, dass die Beteiligten nicht von der Effizienz der Empfehlung überzeugt sind, sondern nur den formalen Teil erfüllen. Weitere Mechanismen der Unternehmen zur Vermeidung der Kontrolle sind die oft schwere Verständlichkeit der Vergütungsberichte, die unzureichende Bereitschaft zur individualisierten Offenlegung der Vorstandsvergütung und -abfindung, die als Folge davon gesetzlich verpflichtend geregelt wurde, sowie die ständige Neuentwicklung von Umgehungslösungen wie beispielsweise die Vereinbarung einer langen Restlaufzeit des Dienstvertrages, bevor der Aufhebungsvertrag in Kraft tritt. So beendete beispielsweise die E.ON SE die Bestellung ihres Vorstandsmitglieds für Technologie Klaus Dieter Maubach zum 31.03.2013, während der Vertrag erst zum 30.09.2013 auslief. Für diese Zeit erhielt Maubach „dienstvertragliche Bezüge in Höhe von 1,025 Millionen Euro“. Aus Anlass der Vertragsbeendigung und zur Abgeltung der Ansprüche aus seinem Dienstvertrag kam dann ein weiterer Betrag in Höhe von 980.000 Euro hinzu (E.ON SE 2014, S. 90). In der Literatur finden sich vereinzelt Hinweise auf die Bedeutung der Theorie von Meyer und Rowan zur Erklärung der Wirkung der Empfehlungen des DCGK wie beispielsweise bei Werder und Bartz (2012, S. 869). Hoffmann-Becking (2010, S. 353) spricht von einer „faktischen Bindungswirkung“ im Gegensatz zu einer „entsprechenden Überzeugung der Organe“. Die dargestellte Theorie erklärt das Verständnis der Beteiligten von der Wirkung von Corporate-Governance-Strukturen und die daraus resultierenden Handlungen. Damit steht sie nicht im Widerspruch zu den Modellen der Kapitel 4 bis 6, sondern ergänzt sie.

8. Fazit und Ansätze für Veränderungen

Während die in Kapitel 4 und 5 herangezogenen Modelle hohe Abfindungen als Systemfehler entweder infolge einer Kollusion von Vorstandsmitglied und Aufsichtsrat oder infolge eines Kontrolldefizits des Aufsichtsrats erklären, gibt das in Kapitel 6 vorgestellte Modell eine Erklärung dafür, unter welchen Voraussetzungen hohe Abfindungen gerechtfertigt sein können,

indem es die Interessen beider Beteiligten berücksichtigt. Mit Ausnahme des Unterlassens der Angabe der Abweichung in der folgenden Entsprechenserklärung können alle empirischen Ergebnisse mit Hilfe dieses Modells erklärt werden. Die Betrachtung der risikoverteilenden Wirkung von Corporate-Governance-Regelungen ermöglichte die Fallunterscheidung zur Identifikation angemessener und unangemessener Konstellationen. Weil das Modell das Unterlassen der Angabe der Abweichung im vergangenheitsbezogenen Teil der folgenden Entsprechenserklärung nicht erklären kann, wurde in Kapitel 7 noch ein ergänzender Erklärungsansatz aus dem Bereich der Soziologie zur Vorstellung der Beteiligten über die Wirkungsweise von Corporate Governance herangezogen. Die ursprünglich forschungsleitende Frage, ob die in Ziffer 4.2.3 Abs. 4 DCGK genannten Obergrenzen als rechtlich unverbindliche moralische Norm etabliert wurden, muss zumindest für die Unternehmen insgesamt definitiv mit Nein beantwortet werden. Das Modell des Unternehmens als Geflecht unvollständiger Verträge und spezifischer Investitionen liefert in den in unterschiedlichem Ausmaß schützenswerten Interessen des Vorstandsmitglieds einen Grund hierfür und erklärt somit auch die vergleichsweise schwache Akzeptanz der Empfehlung. Zur ausgewogenen Berücksichtigung der unterschiedlichen schützenswerten Interessen ist die Empfehlung in ihrem Wortlaut und im System der anderen Corporate-Governance-Regelungen ungeeignet.

Aus den herangezogenen Modellen resultieren unterschiedliche Verbesserungsvorschläge. Um die in Kapitel 4 beschriebene Gefahr einer Kollusion zwischen Vorstand und Aufsichtsrat zu Lasten der Aktionäre bei der Vereinbarung einer Abfindung zu vermeiden, gibt es mehrere Ansatzpunkte: Erstens könnte der Handlungsspielraum des Aufsichtsrates durch eine Änderung der Empfehlung begrenzt werden. Die Empfehlung müsste dahin gehen, dass bei Abschluss von Aufhebungsverträgen darauf geachtet werden soll, dass Zahlungen an ein Vorstandsmitglied bei vorzeitiger Beendigung der Vorstandstätigkeit einschließlich Nebenleistungen den Wert von zwei Jahresvergütungen nicht überschreiten (Abfindungs-Cap) und nicht mehr als die Restlaufzeit des Anstellungsvertrages vergüten. Ein Vorteil dieser Änderung wäre, dass den Unternehmen die Flexibilität einer anderen Lösung im Abfindungsfall bleibt, die sie jedoch in der folgenden Entsprechenserklärung transparent machen müssten. Zweitens könnten folgende Maßnahmen die Transparenz verbessern: Eine Legaldefinition der Abfindung verbunden mit einer Abgrenzung von sonstigen Zahlungen würde allen Beteiligten Klarheit bringen. Die Unternehmen sollten gesetzlich verpflichtet werden, die Bestelldauer der Vorstandsmitglieder im Geschäftsbericht zu veröffentlichen, damit die Einhaltung der Obergrenze überprüft werden kann. Sowohl die individualisierten Vergütungen als auch die individualisierten Abfindungen sollten im Geschäftsbericht standardisiert dargestellt werden,

um zunehmend komplexer werdende Systeme verständlich zu machen. Die in § 286 Abs. 5 HGB gegebene Möglichkeit zur Vermeidung der Transparenz durch Beschluss der Hauptversammlung, das sogenannte „opt-out“, sollte gestrichen werden. Mit diesen transparenzerhöhenden Maßnahmen könnte die Informationsasymmetrie reduziert, die Kontrolle durch die Aktionäre verbessert und die Häufigkeit und das Ausmaß der Kollusionen reduziert werden, weil der Aufsichtsrat um die erhöhte Transparenz weiß. Zur Vermeidung des in Kapitel 5 beschriebenen Kontrolldefizits des Aufsichtsrats bei der Verhandlung des Aufhebungsvertrages könnte eine institutionelle Kontrolle beispielsweise durch externe Wirtschaftsprüfer oder durch die Hauptversammlung eingerichtet werden. Bereits das Wissen um die Kontrolle würde vermutlich dazu führen, dass keine überhöhten Abfindungen vereinbart werden. Der Handlungsspielraum des Aufsichtsrates könnte auch durch die oben dargestellte Änderung des Wortlautes der Empfehlung begrenzt werden. Legt man das Modell des Unternehmens als Geflecht unvollständiger Verträge und spezifischer Investitionen aus Kapitel 6 zugrunde, dann wäre ein Ansatz, um die Schutzbedürftigkeit des Vorstandsmitglieds zu reduzieren, die gesetzliche Begrenzung der maximalen Vertragslaufzeit von bisher fünf auf drei Jahre. Immerhin begründeten im Untersuchungszeitraum zwischen 10 % und 15 % der abweichenden Unternehmen bereits jetzt ihre Abweichung auch damit, dass die von ihnen gewählten Vertragslaufzeiten von zwei oder drei Jahren ausreichenden Schutz vor überhöhten Abfindungen bieten. Die Ergebnisse sind in Tabelle 3 dargestellt.

Begründung	2010	2011	2012	2013	2014
Gewählte Vertragslaufzeiten von zwei oder drei Jahren bieten ausreichenden Schutz	14,3 %	15,0 %	13,2 %	11,9 %	10,4 %

Tabelle 3: Anteil dieser Begründungen an den erklärten Abweichungen

Gegen eine Verkürzung der maximalen Bestelldauer und Vertragslaufzeit sprechen jedoch gewichtige Gründe: Zum einen gewährt die Frist von fünf Jahren dem Vorstandsmitglied einen großen Schutz und stellt so seine Unabhängigkeit sicher, auch mittel- und langfristige Entscheidungen zu treffen. Zum anderen könnte diese kurze Vertragslaufzeit dazu führen, dass sich Vorstandsmitglieder ihre spezifischen Investitionen anders sichern lassen, beispielsweise durch einen „*signing bonus*“, eine Sonderzahlung zu Beginn ihrer Tätigkeit. Schwieriger ist eine Veränderung der in Kapitel 7 dargestellten Überzeugung der Beteiligten zur Umsetzung der Regelung zu erreichen. Zwingende Voraussetzung hierfür wären sowohl eine theoretische Fundierung als auch ein empirischer Nachweis der effizienzsteigernden

Wirkung der Empfehlungen am Kapitalmarkt. Beides ist bisher trotz intensiver Auseinandersetzung und Forschung nicht gelungen. Insgesamt besteht weiterhin Forschungsbedarf zur Entwicklung eines theoretischen Modells, das in der Lage ist, das Zusammenwirken von unverbindlichen Empfehlungen, rechtlichen Regelungen und dem Kapitalmarkt zu erklären und Gestaltungsempfehlungen abzuleiten. Höchst zweifelhaft war in diesem Zusammenhang auch, dass Prof. Dr. Axel von Werder, der bis zum 30.01.2016 Mitglied der normgebenden Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex war, gleichzeitig jährlich von dieser Kommission damit beauftragt wurde, die Kodexakzeptanz der Unternehmen zu untersuchen. Hier wäre mehr Unabhängigkeit wünschenswert gewesen (vgl. Töller 2009, S. 303).

Offen bleibt die Frage, warum die Regierungskommission diese sowohl im Hinblick auf die Höhe der Obergrenze als auch im Hinblick auf den Regelungsmechanismus der Vereinbarung im Anstellungsvertrag systemwidrige Empfehlung 2008 eingeführt und im Kodex behalten hat. In Anbetracht der dort vorhandenen Expertise ist davon auszugehen, dass den Mitgliedern die Systemwidrigkeit bekannt war und ist. Eine Vermutung knüpft an die in Kapitel 7 dargestellte legitimierende Wirkung institutionalisierter formaler Regelungen an. Hat die Kommission hier den Unternehmen zu einem „Feigenblatt“ verholfen? In der Vergangenheit hat der Gesetzgeber sowohl bei der Frage der Frauenquote im Aufsichtsrat von börsennotierten und der paritätischen Mitbestimmung unterliegenden Unternehmen als auch bei der individualisierten Offenlegung von Vorstandsvergütungen nach einem erfolglosen Regelungsversuch im Rahmen des DCGK die Themen im Weg eines Gesetzes geregelt. Warum bleibt die gesetzliche Regelung einer Abfindungsobergrenze bislang aus? Ein Grund dafür könnte sein, dass der Gesetzgeber erkannt hat, dass die Vielzahl der Konstellationen unterschiedlicher Schutzwürdigkeit von Aktionären und Vorstandsmitgliedern nicht durch eine pauschale Abfindungsregelung gestaltet werden kann, und er deshalb den Unternehmen lieber die den Empfehlungen innewohnende Flexibilität erhält.

Literatur

- Baums, Theodor/Scott, Kenneth (2005): „Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany“, *American Journal of Comparative Law* 53 (1), S. 31-75.
- Bebchuk, Lucian/Fried, Jesse (2003): „Executive Compensation as an Agency Problem“, *Journal of Economic Perspectives* 17 (3), S. 71-92.
- Bebchuk, Lucian/Fried, Jesse (2006): „Pay without Performance: Overview of the Issues“, *Academy of Management Perspectives* 20 (1), S. 5-24.

- Berle, Adolf/Means, Gardiner (1932): „The Modern Corporation & Private Property“, Nachdruck 1991, New York: Transaction Publishers.
- Bolton, Gary/Ockenfels, Axel/Werner, Peter (2016): „Leveraging Social Relationships and Transparency in the Insider Game“, *Journal of the Economic Science Association* 2 (2), S. 127-143.
- Dilger, Alexander/Frick, Bernd/Speckbacher, Gerhard (1999): „Mitbestimmung als zentrale Frage der Corporate Governance“, in: Frick, Bernd/Kluge, Norbert/Streeck, Wolfgang (Hrsg.): „Die wirtschaftlichen Folgen der Mitbestimmung“, Frankfurt a. M. und New York: Campus, S. 19-52.
- Doll, Nikolaus/Haustein-Teßmer, Oliver (2009): „Abgesägte Bahn-Manager nehmen Abfindungen mit“, Berlin: WeltN24 vom 13.05.2009, abrufbar im Internet unter <https://www.welt.de/wirtschaft/article3732420/Abgesaegte-Bahn-Manager-nehmen-Abfindungen-mit.html>, letzter Abruf am 30.06.2017.
- Donaldson, Lex/Davis, James (1991): „Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns“, *Australian Journal of Management* 16 (1), S. 49-64.
- Drefahl, Christian/Pelger, Christoph (2013): „Say on Pay“: Einflussfaktoren auf Abstimmungsmöglichkeit und -ergebnisse über Vorstandsvergütungssysteme deutscher Unternehmen“, *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 65 (4), S. 444-467.
- Duden (2017): „Mythos“, Berlin: Bibliographisches Institut, abrufbar im Internet unter <http://www.duden.de/rechtschreibung/Mythos>, letzter Abruf am 28.03.2017.
- E.ON SE (2014): „Geschäftsbericht 2013“, Düsseldorf, abrufbar im Internet unter https://www.eon.com/content/dam/eon-com/ueber-uns/publications/GB_2013_D_eon.pdf, letzter Abruf am 27.12.2016.
- Fama, Eugene/Jensen, Michael (1982): „Separation of Ownership and Control“, *Journal of Law and Economics* 26 (2), 301-325.
- Fama, Eugene/Jensen, Michael (1983): „Agency Problems and Residual Claims“, *Journal of Law, Economics, & Organization* 26 (2), S. 327-349.
- Haar, Brigitte (2013): „Normanerkennung, Normbefolgung und Economic Behavior: Eine Studie zu Verbindlichkeitsstrukturen im Wirtschaftsrecht am Beispiel der Corporate Governance“, Arbeitspapier Nr. 1/2013, Fachbereich Rechtswissenschaft, Goethe-Universität Frankfurt am Main, abrufbar im Internet unter http://publikationen.ub.uni-frankfurt.de/files/28801/13_01_RPS_Haar.pdf, letzter Abruf am 23.07.2017.
- Hart, Oliver (1988): „Incomplete Contracts and the Theory of the Firm“, *Journal of Law, Economics, & Organization* 4 (1), S. 119-139.
- Hoffmann-Becking, Michael (2010): „Deutscher Corporate Governance Kodex: Anmerkungen zu Zulässigkeit, Inhalt und Verfahren“ in: Kindler, Peter/Koch, Jens/Ulmer, Peter/Winter, Martin (Hrsg.): „Festschrift für Uwe Hüffer zum 70. Geburtstag“, München: C. H. Beck, S. 337-353.
- Hüffer, Uwe (2012): „Aktiengesetz Kommentar“, 10. Auflage, München: C. H. Beck.

- Jensen, Michael/Meckling, William (1976): „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure“, *Journal of Financial Economics* 3 (4), S. 305-360.
- Kräkel, Matthias (2015): „Organisation und Management“, 6. Auflage, Tübingen: Mohr Siebeck.
- Krieger, Gerd (2012): „Corporate Governance und Corporate Governance Kodex in Deutschland“, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 41 (2-3), 202-227.
- Meyer, John/Rowan, Brian (1977): „Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony“, *American Journal of Sociology* 83 (2), S. 340-363.
- Mußler, Hanno (2015): „Commerzbank muss Sieber Vertrag voll auszahlen“, *Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ)* vom 15.08.2015, S. 26.
- Nachtwey, Konrad (2017): „Alle Maßstäbe verloren?“, *Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ)* vom 07.02.2017, S. 6.
- Osterloh, Margit (2007): „Unternehmenstheorien“, in: Köhler, Richard/Küpper, Hans-Ulrich/Pfingsten, Andreas (Hrsg.): „Handwörterbuch der Betriebswirtschaft“, Bd. 1, 6. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, Sp. 1857-1866.
- Osterloh, Margit/Rost, Katja (2011): „Der Anstieg der Management-Vergütung: Markt oder Macht?“, *Die Unternehmung* 65 (1), S. 1-18.
- Paetzmann, Karsten (2012): „Corporate Governance: Strategische Marktrisiken, Controlling, Überwachung“, 2. Auflage, Berlin: Springer.
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2017): „Deutscher Corporate Governance Kodex (in der Fassung vom 7. Februar 2017 mit Beschlüssen aus der Plenarsitzung vom 7. Februar 2017)“, Frankfurt a. M., abrufbar im Internet unter http://www.dcgk.de//files/dcgk/usercontent/de/download/kodex/2015-05-05_Deutscher_Corporate_Governance_Kodex.pdf, letzter Abruf am 24.05.2017.
- Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik (2010): „Neue Institutionenökonomik“, 4. Auflage, Tübingen: Mohr Siebeck.
- Schottmüller-Einwig, Ute (2016a): „Abfindungen für Vorstandsmitglieder: Empirische Untersuchung der Entsprechenserklärungen von CDAX-Unternehmen“, *Diskussionspapier des Instituts für Organisationsökonomik* 6/2016, Münster, abrufbar im Internet unter https://www.wiwi.uni-muenster.de/io/de/forschen/downloads/DP-IO_06_2016, letzter Abruf am 27.12.2016.
- Schottmüller-Einwig, Ute (2016b): „Übereinstimmung von Entsprechenserklärung und Erklärungsentsprechen bei Abfindungen“, *Diskussionspapier des Instituts für Organisationsökonomik* 12/2016, Münster, abrufbar im Internet unter https://www.wiwi.uni-muenster.de/io/de/forschen/downloads/DP-IO_12_2016, letzter Abruf am 10.01.2017.
- Shleifer, Andrei/Vishny, Robert (1997): „A Survey of Corporate Governance“, *Journal of Finance* 52 (2), 737-783.
- Strausz, Roland (1997): „Delegation of Monitoring in a Principal-Agent Relationship“, *Review of Economic Studies* 64 (3), S. 337-357.

- Sturbeck, Werner (2001): „Wer sich nicht an den Kodex hält, den bestraft der Kapitalmarkt“, Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ) vom 19.12.2001, S. 13.
- Tirole, Jean (1986): „Hierarchies and Bureaucracies: On the Role of Collusion in Organizations“, *Journal of Law, Economics, & Organization* 2 (2), 181-214.
- Töller, Annette (2009): „Freiwillige Regulierung zwischen Staat und Markt: Der Deutsche Corporate Governance-Kodex (DCGK)“, *der moderne staat* 2 (2), S. 293-313.
- Velte, Patrick (2010): „Stewardship-Theorie“, *Zeitschrift für Planung & Unternehmenssteuerung* 20 (3), S. 285-293.
- Waldermann, Anselm (2011): „Schweden empört sich über deutsche Vattenfall-Manager“, Hamburg: Spiegel Online vom 5.04.2011, abrufbar im Internet unter <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/hohe-abfindung-schweden-empoert-sich-ueber-deutsche-vattenfall-manager-a-755168.html>, letzter Abruf am 30.06.2017.
- Welge, Martin/Eulerich, Marc (2014): „Corporate-Governance-Management“, 2. Auflage, Wiesbaden: Springer Gabler.
- Werder, Axel v. (2009): „Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance“, in: Hommelhoff, Peter/Hopt, Klaus/Weder, Axel v. (Hrsg.): „Handbuch Corporate Governance“, 2. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 3-37.
- Werder, Axel v./Bartz, Jenny (2012): „Corporate Governance Report 2012: Kodexregime und Kodexinhalt im Urteil der Praxis“, *Der Betrieb* 65 (16), S. 869-878.
- Werder, Axel v./Bartz, Jenny (2013): „Corporate Governance Report 2013: Abweichungskultur und Unabhängigkeit im Lichte der Akzeptanz und Anwendung des aktuellen DCGK“, *Der Betrieb* 66 (17), S. 885-895.
- Williamson, Oliver (1985): „The Economic Institutions of Capitalism“, Nachdruck 2010, New York: Free Press.
- Zingales, Luigi (1997): „Corporate Governance“, NBER Working Paper Series 6309, Cambridge (MA), abrufbar im Internet unter <http://www.nber.org/papers/w6309>, letzter Abruf am 23.05.2017.

Diskussionspapiere des Instituts für Organisationsökonomik

Seit Institutsgründung im Oktober 2010 ist monatlich ein Diskussionspapier erschienen. Im Folgenden werden die letzten zwölf aufgeführt. Eine vollständige Liste mit Downloadmöglichkeit findet sich unter <http://www.wiwi.uni-muenster.de/io/de/forschen/diskussionspapiere.html>

- DP-IO 7/2017** Theoretische Erklärungsansätze für die Entsprechenserklärungen zu Abfindungen für Vorstandsmitglieder
Ute Schottmüller-Einwag
Juli 2017
- DP-IO 6/2017** Doping in Teams
A Simple Decision Theoretic Model
Alexander Dilger
Juni 2017
- DP-IO 5/2017** Wirtschaftsethische Überlegungen zur Finanz- und Eurokrise
Alexander Dilger
Mai 2017
- DP-IO 4/2017** Vor- und Nachteile verschiedener Arten von Drittmitteln
Alexander Dilger
April 2017
- DP-IO 3/2017** The Euro from a Business Perspective
Alexander Dilger
März 2017
- DP-IO 2/2017** Is Trustworthiness Written on the Face?
Alexander Dilger/Julia Müller/Michael Müller
Februar 2017
- DP-IO 1/2017** Physical Constitution Matters for Athletic Performance and Salary of NBA Players
Linn-Brit Bakkenbüll
Januar 2017
- DP-IO 12/2016** Übereinstimmung von Entsprechenserklärungen und Erklärungsentsprechen bei Abfindungen
Ute Schottmüller-Einwag
Dezember 2016
- DP-IO 11/2016** Willingness to Pay and Accept for Hosting Olympic Games in Germany
Linn-Brit Bakkenbüll/Alexander Dilger
November 2016
- DP-IO 10/2016** 6. Jahresbericht des Instituts für Organisationsökonomik
Linn-Brit Bakkenbüll/Alexander Dilger
Oktober 2016
- DP-IO 9/2016** Herausforderungen der Flüchtlingskrise für Hochschulen
Alexander Dilger
September 2016
- DP-IO 8/2016** Bedingte Aktiengeschäfte
Alexander Dilger
August 2016



Herausgeber:
Prof. Dr. Alexander Dilger
Westfälische Wilhelms-Universität Münster
Institut für Organisationsökonomik
Scharnhorststr. 100
D-48151 Münster

Tel: +49-251/83-24303
Fax: +49-251/83-28429

www.wiwi.uni-muenster.de/io

