

## 6 Die zukünftige Bedeutung wertorientierter Führungskräftevergütung in Deutschland

### 6.1 Vorbemerkung

Das vorangegangene Kapitel zeichnete ein differenziertes Bild über die bisherige untergeordnete Bedeutung der wertorientierten Managementvergütung in Deutschland. So ließen sich aus der Besitz- und Kapitalstruktur mittelständischer deutscher Familienunternehmen Anhaltspunkte finden, die auf eine tendenziell schwach ausgeprägte „Moral-hazard-Problematik“, effiziente Kontrollstrukturen sowie eine eher geringe Wertschätzung der unsicheren Gehaltszahlungen hindeutete. Die Vereinbarung fixer Gehaltszahlungen, so wurde vor diesem Hintergrund gefordert, dominiert in diesen Unternehmenstypen die Entlohnung mit Kapitalanteilen, Optionen oder Wertzuwachsrechte. Sie sind also auch aus Eigentümerpersicht effizient.

Für die großen börsennotierten Publikumsgesellschaften wird dagegen die geringe Bedeutung der wertabhängigen Vorstandsvergütung auf den Einfluß der „Stakeholder“ in den Kontrollgremien und der unternehmerischen Willensbildung zurückgeführt. Vor allem die starke Stellung der Kreditgeber und der Belegschaft, die durch die Verfolgung einer shareholder-value-orientierten Unternehmenspolitik ihre Position geschwächt sehen, könnte die Ursache sein, daß in der Vergangenheit auf die Implementierung dieser Formen erfolgsabhängiger Managerentlohnung gezielt verzichtet wurde.

Die in diesem Kapitel angestrebte Prognose über die zukünftige Bedeutung wertorientierter Entlohnungsformen in Deutschland wird auf die oben zusammengefaßte Argumentationsgrundlage zurückgreifen. D.h. es werden einerseits im Umfeld der Familienunternehmen Anhaltspunkte dafür gesucht, die für eine Verlagerung der Effizienzvorteile zugunsten der wertorientierten Entlohnung sprechen (Kap. 6.3.). Andererseits werden Entwicklungen im Umfeld börsennotierter Publikums-gesellschaften aufgezeigt, die erwarten lassen, daß die Aktionäre ihre Interessen zukünftig stärker durchsetzen bzw. durchsetzen können (Kap. 6.4). Ob und inwieweit sich eine aktionärswertorientierte Managementvergütung durchsetzen wird, hängt jedoch auch davon ab, welche Bedeutung einer shareholder-value-orientierten Unternehmenspolitik in Deutschland zukünftig eingeräumt wird (Kap. 6.2).

## 6.2 Die zukünftige Bedeutung der Shareholder-value-Orientierung

### 6.2.1 Eigenkapitalkosten als Wettbewerbsfaktor

Die zukünftige Bedeutung der shareholder-value-orientierten Führungskräftevergütung ist eng verknüpft mit der Frage, welchen Stellenwert die Unternehmen bzw. die Unternehmensführung den Interessen der Aktionäre in Zukunft einräumen. Ihre eigentliche Bedeutung zieht die Shareholder-value-Orientierung aus ihrem Einfluß auf die Kapitalkosten der Unternehmen. So kann sich ein Unternehmen, das bestehenden und potentiellen Investoren glaubhaft vermittelt, daß es ihre Interessen berücksichtigt, zu erheblich günstigeren Konditionen am Kapitalmarkt refinanzieren als ein vergleichbarer Wettbewerber. Vor dem Hintergrund der zu beobachtenden Globalisierung und der Intensivierung des grenzüberschreitenden Wettbewerbs können die aus der Wertorientierung resultierenden Finanzierungsvorteile von entscheidender Bedeutung sein.

### 6.2.2 Eigenkapital als knappe „Ressource“

Es ist zu vermuten, daß durch die zunehmende internationale Verflechtung der Produktmärkte und Beteiligungsstrukturen der Eigenkapitalfinanzierung in Deutschland insgesamt eine größere Bedeutung zukommen wird. Grenzüberschreitende Akquisitionen in Nordamerika, die Etablierung einer Produktionsstätte in Osteuropa oder einer Vertriebsorganisation in Südostasien, um nur einige Beispiele zu nennen, lassen sich nur schwer über die Kredite der Hausbank finanzieren. Viele aktuelle Publikationen erwarten eine zunehmende Erosion der kreditdominierten Unternehmensfinanzierung.<sup>400</sup> Eine kurzfristige und umfangreiche Bereitstellung risikotragender Eigenmittel ist somit notwendig, um strategische Entscheidungen umsetzen zu können. Dies gilt in besonderem Maße für Familiengesellschaften, deren Anteilseigner meist Privatpersonen mit begrenzten finanziellen Mitteln sind.<sup>401</sup>

Der Zugriff auf die „Ressource“ Eigenkapital wird durch die aktuell niedrige Eigenkapitalausstattung kombiniert mit der oben skizzierten Risikostrukturverschiebung zunehmend wichtiger. Insofern rücken die Interessen der Eigenkapitalgeber nicht nur aus Kostengründen in den Mittelpunkt. Ohne eine

shareholder-value-orientierte Unternehmensführung wird der dringend benötigte Zugang zu Kapitalmärkten oder Beteiligungsgebern nicht aufrechterhalten oder erst gar nicht hergestellt. Vor diesem Hintergrund kann erwartet werden, daß der Shareholder-value-Orientierung in deutschen Unternehmen zukünftig eine große Bedeutung zukommt.<sup>402</sup>

## 6.3 Effizienzvorteile wertorientierter Vergütungsformen in mittelständischen Familienbetrieben

### 6.3.1 Anhaltspunkte für eine höhere Wertschätzung wertorientierter Vergütungsinstrumente

#### 6.3.1.1 Erschließung und Etablierung neuer Börsensegmente

Welche Anhaltspunkte lassen sich nun dafür finden, daß der erwartete Fokus auf Eigenkapital bzw. auf die Eigenkapitalausstattung in den mittelständischen deutschen Betrieben eine Verlagerung der Effizienzvorteile zugunsten wertorientierter Entlohnungsformen induziert? Im fünften Kapitel wurde darauf hingewiesen, daß durch die geringe Wahrscheinlichkeit einer Börseneinführung die Führungskräfte nicht-börsennotierter mittelständischer Gesellschaften der Vergütung durch Anteile oder Optionen einen im Vergleich zu ihren US-Kollegen geringen Nutzen bemessen. Als Ursachen wurden im wesentlichen die eingeschränkte und verzögerte Realisation von Liquiditätseffekten aus diesen Instrumenten sowie die Antizipation geringerer Wertsteigerungen genannt.<sup>403</sup>

Die Schaffung verbesserter Rahmenbedingungen für die Börsenzulassung kleinerer und mittelständischer Unternehmen wird in Deutschland zwar seit längerem diskutiert,<sup>404</sup> die Anzahl nationaler Going Publics konnte über die letzten Jahre dennoch nicht nachhaltig gesteigert werden.<sup>405</sup> Dies kann sich durch die Schaffung bzw. Erschließung neuer Börsensegmente zukünftig ändern. Vor allem für wachstums-

<sup>401</sup> Diese Situation wird in dem Erfahrungsbericht über die Börseneinführung der Fuchs Petrolub AG gut dokumentiert. Vgl. Fuchs (1996), S. 147ff.

<sup>402</sup> Auch Siebert unterstreicht in einem jüngeren Beitrag, daß sich der Shareholder Value als Indikator für die Vorteilhaftigkeit unternehmerischer Entscheidungen und Strategien in der deutschen Praxis zunehmend etabliert. Vgl. Siebert (1995), S. 580.

<sup>403</sup> Vgl. Kap. 5.2.2.

<sup>404</sup> Vgl. z.B. Claussen (1988), S. 417ff.

<sup>405</sup> Die Anzahl der Börseneinführungen an allen deutschen Marktsegmenten schwankte zwischen 1988 und 1994 zwischen 8 und 26. Vgl. Kaufmann/Kokalj (1996), S. 30.

starke und innovative Unternehmen eröffnen sich derzeit zwei vielversprechende Alternativen, die auf eine Erleichterung des Kapitalmarktzugangs hindeuten.

Einerseits verstärkt die US-Elektronikbörse NASDAQ ihre Marketingaktivitäten für die Gewinnung neuer ausländischer Unternehmen. Per Juni 1996 wurden an der NASDAQ bereits 377 ausländische Unternehmen notiert.<sup>406</sup> Insbesondere hinsichtlich der quantitativen Anforderungen an Historie, Umsatzgröße und Ertrags-situation sind die Zulassungskriterien der NASDAQ weniger restriktiv als die deutscher Börsen.<sup>407</sup>

Aber auch die im Herbst 1996 neu etablierte EASDAQ, das pan-europäische NASDAQ-Pendant, kann für junge innovative Unternehmen eine interessante Alternative bei der Wahl des Börsensegmentes sein. Derzeit bestehen zwar noch zu wenig Erfahrungen, um die langfristige Bedeutung dieses Börsensegmentes einschätzen zu können, es kann aber davon ausgegangen werden, daß der zunehmende Wettbewerb mehrerer Börsensegmente zur Beschleunigung der Anzahl der Börseneinführungen beitragen wird. Im Zuge dieser Wettbewerbs-intensivierung werden sich vermutlich auch die nationalen deutschen Börsen weiter öffnen und mit modifizierten Zulassungskriterien und verstärkten Marketing-aktivitäten reagieren.<sup>408</sup>

### 6.3.1.2 Präsenz spezialisierter Investmentbanken

Voraussetzung für einen funktionsfähigen internationalen Wettbewerb verschiedener Börsenplätze um geeignete und aussichtsreiche Kandidaten ist aber die Präsenz know-how-starker Intermediäre. Insbesondere durch den Marktzutritt branchenspezialisierter angelsächsischer Investmentbanken ist eine Intensivierung des Wettbewerbs um die Börseneinführung wachstumsstarker Nischenspezialisten zu erwarten. Zudem werden durch die engen Verbindungen dieser Häuser zum US-amerikanischen Kapitalmarkt und zu branchenfokussierten US-Investoren interna-tionale Plazierungen erleichtert.

<sup>406</sup> Vgl. NASDAQ (1996), Section 5. Seit Juni 1996 wird mit mittelständischen Biotechnologie-unternehmen Qiagen auch das erste deutsche Unternehmen an der NASDAQ gelistet.

<sup>407</sup> Zu den Zulassungskriterien vgl. NASDAQ (1995), S. 53ff. Beispielsweise erfolgte an der NASDAQ im März 1996 die Einführung des Internetspezialisten Yahoo Inc. zu einem Zeitpunkt, als das Unternehmen einen Umsatz von US\$ 1,2 Mio. bei einem Verlust von US\$ 0,3 Mio. auswies.

Es ist ferner abzusehen, daß entsprechend spezialisierte US-Intermediäre auch bei der Etablierung der EASDAQ ihren Know-how-Vorteil bei der Plazierung junger wachstumsstarker innovativer Unternehmen ausnutzen.<sup>409</sup> Darüber hinaus kann der verstärkte Marktzutritt branchenspezialisierter Investmentbanken mit entsprechend qualifizierten Analyseteams dazu beitragen, daß sich die „Qualität der Kursbildung“ verbessert. Durch den verschärften Wettbewerb der Emissionsbanken ist für die an den deutschen Börsen notierten Unternehmen eine Verbesserung der Analyse- und Bewertungsqualität zu erwarten. An der NASDAQ und der EASDAQ trägt ferner das Market-Maker-Prinzip dazu bei, daß die vom Management häufig befürchtete Unterbewertung durch mangelndes Investoren-Know-how oder aufgrund einer geringen Liquidität der Aktie entschärft wird. So sind die „Market Maker“ - dies sind in der Regel die Emissionshäuser - verpflichtet, jederzeit An- und Verkaufskurse für die von ihnen betreuten Werte zu stellen. Für bestehende und potentielle Anleger erstellen sie außerdem in regelmäßigen Abständen ausführliche Branchen- und Unternehmensprofile.

Die erhöhte Wahrscheinlichkeit einer Börseneinführung wirkt sich nicht nur positiv auf die Akzeptanz und Wertschätzung wertorientierter Vergütungsvereinbarungen bei deutschen Geschäftsführern aus, die Implementierung dieser Vergütungsformen ist auch eine essentielle Voraussetzung, um internationalen Investoren glaubhaft zu signalisieren, daß für das Management eine aktionärswertorientierte Unternehmensführung im Vordergrund steht.<sup>410</sup>

## 6.3.2 Anhaltspunkte für eine Verschärfung der „Moral-hazard-Problematik“

### 6.3.2.1 Fragmentierung der Gesellschafterstruktur

Die obigen Ausführungen deuten darauf hin, daß auch die Fremdgeschäftsführer mittelständischer Gesellschaften der Vergütung durch Anteile, Optionen und Wert-zuwachrechte zukünftig einen größeren Nutzen beimessen werden. Die zuneh-mende Dominanz wertorientierter Geschäftsführervergütung kann aber auch durch Entwicklungen begründet werden, die eine Verschärfung der „Moral-hazard-

<sup>408</sup> Vgl. Kaufmann/Kokalj (1996), S. 95.

<sup>409</sup> So ist beispielsweise Alex Brown, eine auf NASDAQ-Listings spezialisierte US-Investmentbank, Mitglied des Gründungskonsortiums der EASDAQ. Vgl. o.V. (1995b), S. 3.

Problematik“ vermuten lassen. So wird im Zuge der oben beschriebenen Kapitalmarktorientierung vieler Unternehmen der Geschäftskreis erweitert und zunehmend fragmentiert. Durch die Aufnahme branchenfremder zersplitterter Aktionärsgruppen und der notwendigen Delegation der Überwachung an häufig nicht gesellschaftsrechtlich beteiligte Aufsichtsräte steigen die Transaktionskosten aus kollektiver Kontrolle. Es muß mit einem zunehmenden Verlust der Kontrolleffizienz gerechnet werden.

Für eine kontinuierliche Aushöhlung effizienter und kostengünstiger Überwachungsstrukturen spricht aber auch die hohe Zahl von Familienbetrieben, deren Eigentümerstrukturen durch den anstehenden Erbgang fragmentiert werden.<sup>411</sup> Insbesondere bei der erfallbedingten Übertragung von Unternehmensanteilen auf branchenfremde Eigentümer wird die Managerüberwachung schwieriger. Die Delegation der Kontrolle auf branchenerfahrene Beiratsmitglieder ist zwar möglich, dabei entsteht jedoch eine weitere Agencybeziehung, die zusätzliche Transaktionskosten generiert. Sollte bisher die Überwachungseffizienz eine Ursache für die Dominanz fixer Geschäftsführervergütung in Familienbetrieben gewesen sein, so ist bei zukünftig veränderten Eigentümerstrukturen eine Effizienzverlagerung zugunsten der wertorientierten Managervergütung nicht auszuschließen.

### 6.3.2.2 Substitution des Inhaber-Managers durch Fremdgeschäftsführer

Ein Argument, das zur Unterstützung der These einer relativ schwach ausgeprägten „Moral-Hazard-Problematik“ in Deutschland herangezogen wurde, ist der traditionell hohe Anteil Geschäftsführender Gesellschafter.<sup>412</sup> Die gesellschaftsrechtliche und kapitalmäßige Einbindung dieses Personenkreises wurde als „wertorientiertes Vergütungssurrogat“ interpretiert, das ebenfalls die Berücksichtigung von Eigentümerinteressen gewährleistet. Durch den anstehenden Besitzwechsel in deutschen Familiengesellschaften, sei es durch ein Going Public oder durch die Aufnahme bzw. den Verkauf an Finanzinvestoren, kann jedoch zukünftig eine zunehmende Verwässerung der Beteiligungsquote des Geschäftsführenden Gesellschafters erwartet werden. Ferner trägt der prognostizierte Konzentrationsprozeß im

<sup>410</sup> So wurden auch für das Management der deutschen G1agen im Zuge der Börseneinführung an der NASDAQ Aktienoptionspläne implementiert. Vgl. Börsenzulassungsspekt G1agen.

<sup>411</sup> Müller-Golchert (1996) sieht für bis zu 700.000 Betriebe Nachfolgeregelungen anstehen.

Mittelstand dazu bei, daß das bestehende „Inhaber-Management“ in vielen Fällen durch zunächst nicht-beteiligte „Fremdgeschäftsführer“ substituiert wird.<sup>413</sup> Um die Aufrechterhaltung entsprechender Anreizstrukturen zu gewährleisten, werden auch die Entlohnungsverträge dieser „Fremdgeschäftsführer“ zunehmend wertorientierte Vergütungskomponenten beinhalten.<sup>414</sup> Tendenziell, so kann vermutet werden, wird die Verringerung der bestehenden, quasi „freiwilligen“ Kapitalbeteiligung des Inhaber-Managements dazu führen, daß durch vergütungsvertragliche Maßnahmen gegengesteuert wird.

### 6.3.2.3 Fragmentierung der Kreditbeziehung

Sollte sich die erwartete Verschiebung bei den Prioritäten der Kapitalbeschaffung hauptsächlich in den Bilanzen der Unternehmen niederschlagen und zu einem geringeren Leverage führen, resultiert hieraus ein weiterer Aspekt, der zukünftig für eine tendenziell verschärfte „Moral-hazard-Problematik“ verantwortlich sein könnte. So ist zu erwarten, daß durch einen geringeren Fremdmiteinsatz der disziplinierende Charakter einer hohen Zinsbelastung ausgehöhlt wird. Anhaltspunkte dafür, daß die Banken versuchen, den hohen Leverage vieler mittelständischer Kunden zukünftig abzubauen, wird durch Umfragen beim Mittelstand bestätigt. So wird immer häufiger auf die zunehmend restriktivere Kreditvergabe der Banken als Ursache für fehlende Investitionen hingewiesen.<sup>415</sup> Die allmähliche Ablösung der „1:1-Beziehung“ zwischen Hausbank und Industrieunternehmen<sup>416</sup> durch Bankenkonsortien ist ein zusätzlicher Faktor, durch den die starke Stellung der Hausbank und damit auch deren Kontroll- und Disziplinierungsfunktion geschwächt wird. Dies

<sup>412</sup> Vgl. Kap. 5.2.3.2.2.

<sup>413</sup> Menke et al. prognostizieren die Zunahme der Konzentration im Mittelstand nicht nur für etablierte Märkte, sondern auch in relativ jungen Märkten wie der Biotechnologie, der Autorecyclingindustrie, der Abfallwirtschaft oder der Softwarebranche. Vgl. Menke et al. (1996), S. 218.

<sup>414</sup> Der Extremfall der Herauslösung einer Tochtergesellschaft im „Management-Buyout-Verfahren“ zeigt, daß sich bei mangelhaften Anreizstrukturen der Konzentrationsprozeß umkehren kann. Nach dem Spin-off ist das Management wieder durch eine höhere Beteiligungsquote motiviert. Vgl. z.B. Forst (1993), S. 84ff.

<sup>415</sup> Vgl. o.V. (1994a), S. 23.

<sup>416</sup> Vgl. Büschgen (1995), S. 63.

## 6.4 Durchsetzung wertorientierter Vergütungsformen in börsennotierten Großunternehmen

### 6.4.1 Vorüberlegung

Die vorangegangenen Ausführungen lassen darauf schließen, daß die zukünftig eher kapitalmarktdominierten Gesellschafts- und eigenmitteldominierten Kapitalstrukturen vieler mittelständischer Familienbetriebe mit entsprechenden Effizienzverlusten für die fixen Entlohnungsformen verbunden sind. Es kann daher davon ausgegangen werden, daß es für die Aktionäre einer zunehmenden Anzahl von Unternehmen von Vorteil sein wird, wenn die Vergütungsverträge der Vorstandsmitglieder wertbezogene Entlohnungskomponenten beinhalten.

Hier schließt sich jedoch die Frage an, ob es den Aktionären kapitalmarktdominierter deutscher Publikumsgesellschaften in Zukunft gelingen wird, ihre Interessen stärker als bisher durchzusetzen. Im fünften Kapitel wurden zwar Effizienzvorteile für eine wertorientierte Vorstandsvergütung in den großen Publikumsgesellschaften hergeleitet, die Aktionärsinteressen, so wurde weiter argumentiert, ließen sich aber durch starke Repräsentanz und Einflußnahme anderer Interessengruppen wie Kreditgeber und Arbeitnehmer in den Kontrollgremien bisher nicht realisieren. Im folgenden werden daher Anhaltspunkte dafür gesucht, daß den Aktionären zukünftig ein stärkerer Einfluß bzw. den anderen Interessengruppen ein verringertes Einfluß bei der vertraglichen Gestaltung der Vorstandsvergütung zukommt.

### 6.4.2 „Machtverlust“ der Banken

Eine mögliche Ursache für eine eher schwache Position der Aktionäre wurde auf den starken gesellschaftsrechtlichen Einfluß der Banken zurückgeführt. Die Durchsetzung der Interessen der Kreditgeber ist in den großen deutschen Publikumsgesellschaften nicht nur über die Repräsentanz im Aufsichtsrat möglich, sondern auch durch die Ausübung der „Depotstimmrechte“, die oftmals alleine zur Entlastung des Vorstandes ausreichen.<sup>419</sup> Die Banken haben somit die Möglichkeit, nicht nur bei der Vertragsgestaltung und Kontrolle des Vorstandes mitzuwirken, sondern sind auch in der Position, richtungsweise strategische Entscheidungen eines Unternehmens durchzusetzen, ohne jedoch selbst unternehmerisch beteiligt

<sup>419</sup> Vgl. Baums (1996), S. 12 und Kap. 5.3.1.3.

kann als weiteres Indiz dafür gewertet werden, daß sich zukünftig eine Effizienzverschiebung zugunsten wertorientierter Vergütungsformen einstellt.<sup>417</sup>

### 6.3.2.4 Risikoneutrale Gesellschaftler

Aus der Zuwendung des Mittelstandes zum Kapitalmarkt und der Beschaffung von Eigenmitteln über die Börse resultiert noch ein weiterer Effekt, der auf eine Verschärfung der „Moral-hazard-Problematik“ schließen läßt. So kann unterstellt werden, daß es sich bei den neuen Aktionären um Kapitalmarktinvestoren handelt, die den firmenspezifischen Risiken, die mit einer Strategie- und Projektauswahl verknüpft sind, keine Bedeutung beimessen. Im Gegensatz zu den Familien-gesellschaftern können sie ihr Vermögensportfolio diversifizieren und erwarten daher vom Management marktwertsteigernde Entscheidungen. Insofern ist ein wachsender Interessenkonflikt zwischen Entscheidungsträgern und den neuen Eigentümern vorprogrammiert. Die wertorientierte Vergütung und im besonderen die Options- und Wertzuwachsrechte können hier geeignete Instrumente sein, um das entstehende „Risikogefälle“ zwischen risikoaverserem Manager und risikoneutralen Aktionär zu mildern.

Mit der zunehmenden Präsenz risikoneutraler Eigentümer im deutschen Mittelstand ist aber nicht nur infolge verstärkter Börseneinführungsaktivitäten zu rechnen, sondern auch durch eine aktivere Rolle von Unternehmensbeteiligungsgesellschaften. Zur Deckung der oben skizzierten Eigenkapitallücke wird voraussichtlich in größerem Umfang als bisher auf renditeorientierte Beteiligungsgesellschaften zurückgegriffen.<sup>418</sup> Katalysator bei der Versorgung durch Eigenmittel von Beteiligungsgebern wird auch in diesem Sektor die Intensivierung des Wettbewerbs durch den Zutritt ausländischer Konkurrenten sein. Zahlreiche englische aber auch US-amerikanische Development-Capital-Gesellschaften haben in jüngster Zeit Niederlassungen in Deutschland gegründet.

<sup>417</sup> Dabei ist zu berücksichtigen, daß die aus Aktionärssicht positive Disziplinierungsfunktion der Banken nicht in der Milderung der „Problematik der risikoaversen Strategiewahl“ besteht, sondern lediglich zur Aufrechterhaltung der Manageraktivität, also z.B. eines hohen Anstrengungsniveau oder eines begrenzten Perk-Konsums, geeignet sein kann. Folgt man den im Verlauf dieser Arbeit theoretisch identifizierten Anreizwirkungen spezifischer Vergütungsformen (Vgl. Kap. 4.2.5), dann sollten die Manager jener Unternehmen, bei denen der „aktivitätsdisziplinierende“ Bankeneinfluß zurückgeht, vorzugsweise durch Beteiligungswerb und weniger durch Optionszuteilung motiviert werden.

<sup>418</sup> Vgl. Kaufmann/Kokalj (1996), S. 102f.

versammlungen deutscher Großkonzerne ein neuer Aktionärstyp etabliert, der seine Rechte und Interessen mit Nachdruck einfordert.<sup>422</sup>

Beispielsweise zeigt die Privatisierung der Deutschen Telekom, daß sich eine Equity-Plazierung von DM 15 Milliarden ohne die Einbindung US-amerikanischer institutioneller Investoren nur schwer realisieren läßt.<sup>423</sup> Wird wie im Fall der Daimler Benz AG ein direktes Listing an den Heimatbörsen der US-Investoren angestrebt, ist eine Anpassung an die Usancen des dortigen Kapitalmarktes unausweichlich. Dazu zählt nicht nur die Bilanzierung nach US-GAAP mit entsprechender Auflösung stiller Reserven, sondern auch eine aktive, umfassende und schnelle Information der Anleger.<sup>424</sup> Aber auch die Implementierung wertorientierter Entlohnungsstrukturen, zumindest auf Vorstandsebene, kann für die kapitalstarken US-Investoren als wichtiges Signal für die Zuwendung zu einer shareholder-value-orientierten Unternehmensführung gewertet werden. Insofern ist die „Globalisierung“ der Kapitalbeschaffung und die daraus resultierende Präsenz institutioneller Großanleger ein weiteres Indiz für die zunehmende Relevanz der hier diskutierten Entlohnungsformen.

#### 6.4.4 Harmonisierung internationaler Vergütungsstrukturen

Eine zunehmende Akzeptanz und Verbreitung wertorientierter Vergütungsstrukturen kann aber nicht nur aufgrund der zuvor beschriebenen „Internationalisierung“ der Gesellschafterstrukturen, sondern auch durch eine steigende internationale Besetzung der Managementgremien erwartet werden. So werden in den Vorständen deutscher Konzerne immer häufiger ausländische bzw. international erfahrene Vorstandsmitglieder rekrutiert, für die die Vereinbarung wertorientierter Entlohnungsverträge selbstverständlich ist.<sup>425</sup> Mittelfristig ist daher mit einer Angleichung der Gehaltsstrukturen zu rechnen. Sollte es im übrigen in der Vergangenheit einem „Netzwerk“ sich gegenseitig kontrollierender Manager in Deutschland gelungen sein, durch die Vereinbarung „überhöhter“ Fixgehälter Aktionärsvermögen zu ihren

<sup>422</sup> Vgl. o.V. (1995a), S. 16.

<sup>423</sup> Vgl. o.V. (1997a), S. 42.

<sup>424</sup> Vgl. Zacherl (1993), S. 1987.

<sup>425</sup> Außer in den USA, beziehen in Europa auch die Vorstände britischer oder französischer Unternehmen in nennenswertem Umfang Einkünfte aus Anteilen oder Optionen. Vgl. Abowd/Bognanno (1995), S. 71.

zu sein. Aus Sicht der übrigen Aktionäre muß dies besonders in den Konstellationen kritisch beurteilt werden, in denen die Bank oder ein Bankenconsortium dem Unternehmen hohe Kredite gewährt hat. In dieser Situation können die Bankenvertreter eigentlich nicht an der Einführung von Entlohnungsformen interessiert sein, die das Management zu wertmaximalen, und damit gegebenenfalls risikoreichen Investitions- oder Strategieentscheidungen motiviert. In Folge solcher Entscheidungen erhöht sich die Ausfallwahrscheinlichkeit der Kredite, was wiederum die Interessenkollision zwischen Kreditgeber und Aktionär verdeutlicht.<sup>420</sup>

Mit der diskutierten Delegation der „Stimmrechtsverwaltung“ auf Wirtschaftsprüfer oder sonstige unabhängige Institutionen würde zumindest der Bankeneinfluß über das Depotstimmrecht in Zukunft eingeschränkt.<sup>421</sup> Die Sensibilisierung der Öffentlichkeit und der politische Druck, dem die Banken derzeit ausgesetzt sind, deuten darauf hin, daß der unternehmerische Einfluß der Banken in der deutschen Großindustrie tendenziell zurückgeht. Eine Entwicklung, in deren Verlauf die Position der Aktionäre gestärkt wird.

Hierzu kann auch die vorgeschlagene Begrenzung der Industriebeteiligungen von Banken beitragen. Unter Zugrundelegung agencytheoretischer Ansätze dürfte sich allerdings der Interessenkonflikt zwischen Aktionären und Banken eher entschärfen, wenn diese kapitalmäßig eingebunden sind. Anstelle einer Begrenzung von Anzahl und Höhe der Industriebeteiligungen erscheinen daher Vorschriften sinnvoller, die zumindest dann die Anzahl der Bankenvertreter in den Aufsichtsräten einschränkt, wenn diese keine Kapitalbeteiligung halten. Alternativ oder zusätzlich bietet sich die Festlegung einer wertorientierten Aufsichtsratsvergütung an.

#### 6.4.3 Präsenz aktiver internationaler Großaktionäre

Die Beteiligungsstrukturen in der deutschen Konzernlandschaft werden aber nicht nur durch die geplante Rückführung der Bankbeteiligungen verändert. Auch der verstärkte Rückgriff auf international aktive finanzstarke Großanleger bei der Durchführung umfangreicher Kapitalerhöhungen bedingt, daß sich in den Haupt-

<sup>420</sup> Perlitiz/ Seger finden in einer empirischen Untersuchung eine signifikant schwächere Performance von Unternehmen mit bankdominierten Aufsichtsgremien. Vgl. Perlitiz/ Seger (1994), S. 64.

<sup>421</sup> Vgl. Bauris (1996), S. 18ff. Zur Diskussion um die Neugestaltung des Vollmachtsstimmrechtes vgl. auch Hammen (1995), S. 1301ff. und Perlitiz (1996), S. 26ff.

Gunsten umzuverteilen, ist bei einer stärkeren Präsenz ausländischer Vorstände und Aufsichtsratsmitglieder eine Aushöhlung dieses „Kartells“ wahrscheinlich.<sup>426</sup>

#### 6.4.5 Präsenz qualifizierter Vergütungsberater

Ein letzter Faktor, der zu einer zunehmenden Verbreitung wertorientierter Vergütungsformen beitragen kann, ist die steigende Anzahl qualifizierter und spezialisierter „Vergütungsberater“. Erste fokussierte US-amerikanische „Compensation Consultants“ wie Towers Perrin haben inzwischen Niederlassungen in Deutschland gegründet und werden, davon ist auszugehen, mit entsprechenden Marketingaktivitäten auf die Vorzüge ihrer „Produkte“ hinweisen. Somit kann auch die Wettbewerbsintensivierung in diesem Beratungssektor zu Verbesserungen bei der konzeptionellen Gestaltung von Anreizstrukturen, aber auch zur schnelleren und preiswerteren Konzeptrealisation beitragen. Eine Ausweitung der erfolgsbezogenen Führungskräfteentlohnung ist die Folge.

### 6.5 Flankierende Maßnahmen

#### 6.5.1 Entwicklung geeigneter Bewertungsverfahren

##### 6.5.1.1 Vermeidung „überhöhter Gehaltszahlungen“

Die prognostizierte Veränderung der Rahmenbedingungen, der anstehende Besitzwechsel in deutschen Unternehmen sowie die erwartete Verschiebung der Kapitalstruktur lassen darauf schließen, daß der wertorientierten Führungskräftevergütung zukünftig eine größere Bedeutung zukommt. Dennoch bedarf es flankierender Maßnahmen, um einen möglichst großen Vorteil aus der verstärkten Implementierung dieser Instrumente ziehen zu können. So ist bei der zusätzlichen Vereinbarung wertbezogener Gehaltskomponenten darauf zu achten, daß bestehende Vergütungsstrukturen, und hierbei insbesondere das Fixgehalt, angepaßt werden. Die Erfahrungen mit der Implementierung wertorientierter Vergütungsformen in den USA zeigen, daß diese Gehaltsanpassung in der Praxis nicht immer erfolgte. In vielen Fällen wurden anteilsbasierte Bonusformen eingeführt, ohne die übrigen Gehaltsbestandteile neu zu verhandeln. Aus dieser Verfahrensweise resultiert in vielen Fällen eine kritische Beurteilung dieser

<sup>426</sup> Zur Kritik an der „personellen Verflechtung deutscher Vorstands- und Kontrollgremien vgl. Kap.

Entlohnungsformen.<sup>427</sup> Ähnliche Entwicklungen zeigen sich bereits bei den ersten in Deutschland eingeführten Optionsplänen. Beispielsweise wurde bei der Deutschen Bank und bei Daimler Benz einer Gruppe von Vorstandsmitgliedern und Direktoren Optionen zugeteilt, ohne die übrigen Gehaltsbestandteile anzupassen.<sup>428</sup> Unter diesem Blickwinkel ist auch die Zurückhaltung vieler Aufsichtsräte bei der Implementierung wertorientierter Vergütungsformen nachvollziehbar. In einer Umfrage lehnen diese die Einführung eines Aktienoptionsprogramms ab, da Führungskräfte lediglich an zusätzlichen Tantiemen interessiert seien.<sup>429</sup>

Möglicherweise ist der geldwerte Nutzen, den die Manager dem zukünftigen Vergütungseffekt aus Anteilen oder Anteilsoptionen beimessen, so gering, daß sie nicht bereit sind, auf bereits bestehende Gehaltszahlungen zu verzichten. Es ist aber auch denkbar, daß die Manager ihren wahren Vergütungsutzen, den sie der Einräumung dieser Entlohnungsformen beimessen, dem Aufsichtsrat nicht preisgeben. Hier stellt sich die Frage, durch welche praktikablen Verfahren die Manager motiviert werden können, ihren wahren Nutzen zu offenbaren. Im Rahmen der detaillierten Auseinandersetzung mit den Instrumenten der Stock-based Compensation wurde bereits darauf hingewiesen, daß die Marktbewertung von Optionen und Aktien in vielen Fällen kein geeigneter Ansatz ist, um den Wert zu ermitteln, den die Führungskräfte einem ermäßigten Anteilsenerwerb oder der Zuteilung von Optionen beimessen.<sup>430</sup> Auch in der umfangreichen US-Literatur finden sich jedoch derzeit keine Hinweise auf Verfahren, die im Rahmen der Implementierung wertorientierter Vergütungsinstrumente zur Substitution gegen fixe Gehaltskomponenten eingesetzt werden.

#### 6.5.1.2 Die interne Versteigerung wertorientierter Vergütungskomponenten

Ein Ansatz, der hier nur skizziert werden soll, führt möglicherweise über das Prinzip des Tenderverfahrens. Angenommen, ein Unternehmen schafft ein Kontingent einer

5.3.1.4.

<sup>427</sup> Crystal spricht in diesem Zusammenhang von „excessive payments“, die dem US-Top-Management auf diese Art eingeräumt wurden. Vgl. Crystal (1992), S. 13.

<sup>428</sup> Vgl. Menichetti (1996), S. 1692.

<sup>429</sup> Vgl. Gedenk/ Albers (1992), S. 514.

<sup>430</sup> Ursache für die eingeschränkte Verwendungsmöglichkeit der Marktbewertungsfunktion sind die immanente Anreizwirkung der Instrumente, die zahlreichen vertraglichen Restriktionen sowie individuell divergierender Risikotoleranzen. Vgl. Kap. 4.5.3.1.2.

anteilen" aus der Stellung als signifikanter Eigentümer zu verknüpfen.<sup>434</sup> Das Submissionsverfahren und die anschließende Veräußerbarkeit der Anteile gewährleistet dabei nicht nur eine „fähigkeitsoptimale“ Allokation der Geschäftseinheiten auf die konkurrierenden Manager, sondern führt im Endeffekt auch zu einer wertorientierten Vergütung der SGE-Leiter. „Nur wenn ein Manager selbständig handelt, an der Wertsteigerung seiner Einheit beteiligt ist, aber auch das Risiko eines Verlustes trägt, gelten für ihn echte Rahmenbedingungen des Unternehmertums.“<sup>435</sup>

### 5.5.2 Erweiterung der Publizitätsvorschriften

Der verstärkte Rückgriff auf wertorientierte Vergütungsformen sollte auch durch Maßnahmen von Seiten des Gesetzgebers flankiert werden. Dabei ist vor allem an eine Erweiterung der Publizitätsvorschriften für Managementgehälter zu denken. Dies schafft bei Aktionären und potentiellen Investoren die nötige Akzeptanz für die Implementierung dieser Vereinbarungen und erleichtert die Kontrolle, ob die Bezahlung tatsächlich mit dem Erfolg korreliert. Die jüngeren Publizitätsvorschriften der US-amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde bieten dabei eine gute Orientierungsgrundlage für den deutschen Gesetzgeber.<sup>436</sup>

Gegen die Erweiterung dieser Vorschriften ließe sich grundsätzlich einwenden, daß ein Unternehmen, das diesbezüglich relevante Informationen zurückhält, vom Kapitalmarkt durch einen entsprechenden Bewertungsabschlag sanktioniert wird. Es ist jedoch fraglich, ob dies zur freiwilligen Offenlegung der Gehaltsstrukturen ausreicht, selbst dann, wenn die wertorientiert entlohnten Vorstandsmitglieder durch den Bewertungsabschlag eine Vermögensminderung in Kauf nehmen müssen. So ist es durchaus denkbar, daß die Vorstandsmitglieder der Vermögensminderung eine geringere Nutzeneinbuße beimessen als der öffentlichen Bekanntheit ihrer Gehälter. D.h. der Bewertungsabschlag wird gegebenenfalls vom Management toleriert. Dies ist jedoch aus Aktionärsicht nicht tragbar, da sich ihre Wohlfahrtsposition durch die „Unterbewertung“ in jedem Fall verschlechtert.

Die Erweiterung der Publizitätsvorschriften für Managementgehälter könnte sich allerdings auf die erwünschte Publikumsöffnung des Mittelstandes hemmend aus-

bestimmten Anzahl von Aktienoptionen, die jährlich einem ausgewählten Kreis von Führungskräften zugeteilt werden sollen. Jede Führungskraft hat nun die Möglichkeit, einen Teil des Kontingentes zu ersteigern. Der Einsatz ist dabei der Verzicht auf Fixgehalt. Ähnlich wie bei einem Zinstender im Rahmen der Offenmarktpolitik der Deutschen Bundesbank kann daran gedacht werden, von der teilnehmenden Führungsmannschaft Angebote einzuholen. Diese Angebote beinhalten die Anzahl der jährlich gewünschten Optionen sowie einen Betrag, der dem Verzicht an Fixgehalt entspricht. Um den Managern einen Anreiz zu geben, ihren wahren Nutzen zu offenbaren, werden die Angebote mit den höchsten „Preisen“ zuerst zugeteilt. Bei Überzeichnung ermittelt sich dann ein kritischer Preis unter dem die Angebote nicht mehr zugeteilt werden. Bei der „amerikanischen“ Tendervariante erhält jeder Manager, dessen Gebot den kritischen Preis überschreitet, das Optionskontingent zu dem Preis, den er geboten hat. Aus Aktionärsicht gewährleistet dieses Verfahren eine maximale Abschöpfung der „Managerrente“. Bei der „holländischen“ Tendervariante wird einheitlich zum kritischen Preis zugeteilt.<sup>431</sup> Alternativ kann auch daran gedacht werden, die Optionszuteilung jährlich zu versteigern. Dieses Verfahren ließe sich analog auch für die Implementierung der Wertzuwachsrechte oder den ermäßigten Erwerb von Anteilen durchführen.

### 6.1.3 Der Ansatz von Albers - Die interne Ausschreibung „fiktiver Minderheitsbeteiligungen“

Ein interessanter Ansatz, der sich zwar nicht auf die Problematik der Substitution von Fixvergütung und wertorientierter Vergütung anwenden läßt, der aber ebenfalls auf das Prinzip der internen Ausschreibung zur wertorientierten Steuerung von Führungskräften zurückgreift, wurde von Albers entwickelt.<sup>432</sup> Zur Ausschöpfung des Wertsteigerungspotentials in Großunternehmen sollten diese an ihre bereits im Unternehmen tätigen Manager „fiktive Minderheitsbeteiligungen“ an zuvor definierten Strategischen Geschäftseinheiten (SGE) meistbietend versteigern.<sup>433</sup> Werden die SGEs von den „Geschäftsführenden Gesellschaftern“ als „Franchisefilialen“ weitergeführt, müßte es gelingen, die „Vorteile der Hierarchie“ mit den „Motivations-

<sup>431</sup> Zum Zinstender vgl. z.B. Büschgen (1989), S. 798.

<sup>432</sup> Vgl. Albers (1996), S. 305ff.

<sup>433</sup> Der fiktiven Minderheitsbeteiligung kommt dabei der Charakter des in Kap. 4.4.4.2 geschilderten „Phantom Stock Arrangements“ zu.

<sup>434</sup> Vgl. Albers (1996), S. 305.

<sup>435</sup> Albers (1996), S. 315.

<sup>436</sup> Vgl. Kap. 4.5.2.

wirken. Möglicherweise zögern viele Geschäftsführer noch stärker, notwendige Eigenmittel über den Kapitalmarkt zu beschaffen, wenn sie im Zuge der Börseneinführung nicht nur die Bilanz- und Ertragsituation, sondern auch ihre Gehaltsituation offenlegen müssen. Hier könnte durch eine Differenzierung der Offenlegungspflicht für große und/oder langjährig börsennotierte Gesellschaften reagiert werden.

Ferner – und dies ist ein Argument, das auch von Jensen/ Murphy gegen zu strikte Veröffentlichungsvorschriften ins Feld geführt wird – ist zu befürchten, daß die politische Diskussion um gerechte und angemessene Vorstandsgehälter zunehmen wird.<sup>437</sup> Insbesondere in Deutschland, das an „Sozialneid-Diskussionen“ nicht arm ist und in dem „Spitzenverdiener“ einem besonderem öffentlichen Interesse ausgesetzt sind, werden die „Gewinner“ einer verstärkten erfolgsorientierten Bezahlung auch dann massiver Kritik ausgesetzt sein, wenn sie die Aktionärsinteressen gewahrt haben. Es ist dennoch unwahrscheinlich, daß der Verzicht auf entsprechende Offenlegungspflichten diese Diskussion vermeidet. Sie würde vermutlich nur selektiver und dann noch undifferenzierter erfolgen, wenn Spitzengehälter in Einzelfällen publik werden.

### 6.5.3 Selektive Änderung der Steuervorschriften

Eine weitere Maßnahme, die hier zur Diskussion gestellt werden soll, betrifft die selektive Änderung steuerlicher Vorschriften. Die Vorschläge basieren auf den Erkenntnissen aus der Gegenüberstellung deutscher und US-amerikanischer Steuervorschriften im Zusammenhang mit der Vergütung von Arbeitnehmern durch Kapitalanteile und Optionen.<sup>438</sup> Es wurden im wesentlichen zwei Punkte herausgearbeitet, in denen das US-Steuerrecht eine günstigere Regelung aufweist.

Dies bezieht sich einmal auf die steuerliche Behandlung von Kapitalanteilen, die dem Arbeitnehmer ermäßigt, d.h. unter Marktpreis, zum Erwerb angeboten werden. So erlaubt es das US-Recht, daß die Differenz zwischen Marktpreis und Erwerbspreis, die beim Manager im Erwerbszeitpunkt versteuert wird, beim Unternehmen

abzugsfähig ist. Im deutschen Recht ist dieses nicht erlaubt. Darüber hinaus ist die Abzugsfähigkeit dieses Differenzbetrages beim Unternehmen unbegrenzt, auch wenn der Manager gleichzeitig Gesellschafter ist. Das Konstrukt der „verdeckten Gewinnausschüttung“ wird zwar grundsätzlich auch von den US-Finanzbehörden angewendet, speziell für die Vergütung aus Anteilen bzw. auf der Basis von Unternehmensanteilen kommt diese Regelung aber nicht zur Anwendung. Mit einer auf Unternehmensebene unbegrenzten Abzugsfähigkeit wertorientierter Gehaltszahlungen könnte auch das deutsche Steuerrecht zur Attraktivität dieser Vergütungsformen beitragen.

Ein zweiter Änderungsvorschlag betrifft die steuerliche Behandlung von Optionen, die dem Arbeitnehmer zum Bezug von Kapitalanteilen auf das arbeitgebende Unternehmen gewährt werden. In Deutschland gehen die Finanzbehörden davon aus, daß die Einräumung der Option noch keine vermögenswerte Sachzuwendung darstellt. Die Folge ist, daß eine Besteuerung erst zum Zeitpunkt der Ausübung der Option erfolgt und die Liquiditätssituation des Arbeitnehmers zusätzlich zur Entrichtung des Basispreises belastet. Diese Steuerbelastung ist dabei umso höher, je stärker der Wert des Unternehmens zwischen Einräumung und Ausübung der Option gestiegen ist. Zur Vermeidung dieser aus Anreizgesichtspunkten kontraproduktiven Regelung kann die Übernahme der US-Regelung für „Incentive Stock Options“ (ISO) in Betracht gezogen werden. Diese sieht eine Besteuerung im Gewährungszeitpunkt der ISOs vor. Das US-Recht grenzt den Gestaltungsspielraum der ISOs allerdings stark ein. Im Gewährungszeitpunkt darf u.a. der Basispreis der Option den Marktpreis der Aktie nicht unterschreiten, mit der aus Sicht der Arbeitnehmer positiven Konsequenz, daß bei ihm lediglich eine fiktive Besteuerung der (nicht vorhandenen) Differenz von Marktpreis und Basispreis erfolgt. Um hier eine größere Flexibilität bei der (Anreiz-)Gestaltung zu ermöglichen, kann daran gedacht werden, beim Arbeitnehmer die Gewährung von Optionen auch dann steuereutral zu behandeln, wenn dieser im Jahr der Zuteilung auf einen Teil seines Fixgehältes verzichtet hat. Der von den Finanzbehörden antizipierte Gestaltungsmißbrauch ließe sich z.B. dann entkräften, wenn der Arbeitnehmer die Optionen im Rahmen des oben skizzierten Tenderverfahrens erworben hätte. Marktwerte der Optionen, darauf

<sup>437</sup> Zu den „Costs of Disclosure“, die durch diese politischen Diskussionen entstehen vgl. Jensen/ Murphy (1990a), S. 145.

<sup>438</sup> Vgl. Kap. 5.3.2.3. Zu den Vorschriften im US-Steuerrecht vgl. auch Kap. 4.4.2.3 (Erwerb kaufpreisermäßiger Anteile) und Kap. 4.4.3.4 (Gewährung von Managementoptionen).

wurde bereits mehrfach hingewiesen, können in jedem Fall nicht als Vergleichsgrundlage herangezogen werden.

### 6.6 Zusammenfassung

Eine shareholder-value-orientierte Unternehmensführung gewinnt vor dem Hintergrund der zu erwartenden Intensivierung und Globalisierung des Wettbewerbs zunehmend an Bedeutung. Zur Absicherung der steigenden operativen Risiken wird die Beschaffung umfangreicher Eigenmittel zu möglichst günstigen Konditionen ein wichtiger Wettbewerbsfaktor. Damit rückt für eine Vielzahl von Unternehmen die Schaffung bzw. Aufrechterhaltung des Zugangs zum lokalen und internationalen Kapitalmarkt bei der Unternehmensfinanzierung immer mehr in den Mittelpunkt. Preis und Zugang zu risikotragenden Mitteln wird aber an den Kapitalmärkten nicht zuletzt durch die Berücksichtigung der Investoren- und damit Eigentümerinteressen determiniert.

Aus dieser Entwicklung lassen sich auch Implikationen für die Bedeutung einer wertorientierten Managemententlohnung ableiten. Während die spezifische Besitz- und Kapitalstruktur in vielen mittelständischen Familienbetrieben in der Vergangenheit noch darauf hindeutete, daß die Interessen der Familien-gesellschafter auch bei fixer Managervergütung weitgehend gewahrt wurden, erscheint dies bei zunehmend kapitalmarktdominierten Gesellschaftsstrukturen und eigenmitteldominierten Kapitalstrukturen zukünftig nicht mehr plausibel. So werden im Zuge der Kapitalmarktöffnung die effizienten Kontrollstrukturen der mittelständischen Familienbetriebe aufgegeben. Je schwieriger und aufwendiger sich aber die Managementkontrolle gestaltet, desto vorteilhafter erweist sich die Vereinbarung entsprechender Anreizverträge. Als Katalysator bei der Implementierung wertorientierter Vergütungsformen kann sich auch die zunehmende Aktivität von Finanzinvestoren wie Beteiligungsgesellschaften oder Pensionsfonds erweisen. Bei diesen Unternehmenstypen kann aufgrund ihrer diversifizierten Portfolios ein stärkeres Interesse an der Implementierung risikomotivierender Entlohnungsanreize vermutet werden als bei schwach diversifizierten Familiengesellschaften.

Ein Anhaltspunkt dafür, daß sich die hier diskutierten Entlohnungsformen auch in deutschen Publikumsgesellschaften nachhaltig durchsetzen, ist die Zunahme der

grenzüberschreitenden Kapitalverflechtung. Die kapitalstarken ausländischen Investorengruppen werden ihre gesellschaftsrechtliche Einflußnahme nutzen, um ihre Interessen - dazu zählt nicht zuletzt die Vereinbarung wertorientierter Vorstandsvergütungen - notfalls auch gegen die Interessen weiterer Stakeholder wie Banken oder Mitarbeiter durchzusetzen. Ferner ist zu vermuten, daß sich durch die Beschränkung des mitunternehmerischen Bankeneinflusses, z.B. durch Begrenzung der Industriebeteiligungen oder der Abschaffung des Vollmachtstimmrechtes, eine shareholder-value-orientierte Unternehmenspolitik und entsprechende Vergütungsformen einfacher als bisher genehmigen lassen. Die Harmonisierung der Gehaltsstrukturen in zunehmend international besetzten Managementgremien und der verstärkten Präsenz international erfahrener „Compensation Consultants“ beschleunigen diesen Prozeß.