

BEITRÄGE  
DES FACHBEREICHS  
RECHNUNGSWESEN  
UND CONTROLLING  
DER UNIVERSITÄT  
ZÜRICH

EHEMALS «MITTEILUNGEN AUS DEM  
HANDELSWISSENSCHAFTLICHEN  
SEMINAR DER UNIVERSITÄT ZÜRICH»

HERAUSGEBER

PROF. DR. CONRAD MEYER  
PROF. DR. DIETER PFAFF  
PROF. DR. PETER FIECHTER

PETER BARMETTLER  
LIC. OEC. PUBL.

# TRANSPARENZ SCHWEIZER MANAGEMENT- VERGÜTUNGEN

EINE EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG  
ZUM EINFLUSS DER CORPORATE  
GOVERNANCE AUF DIE  
CEO-ENTSCHÄDIGUNG SCHWEIZER  
PUBLIKUMSGESELLSCHAFTEN

# Inhaltsverzeichnis

<b>Vorwort</b>	<b>V</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b>	<b>XIII</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b>	<b>XV</b>
<b>Teil I: Grundlagen</b>	<b>1</b>
<b>1. Kapitel: Einleitung</b>	<b>3</b>
1.1 Ausgangslage und Problemstellung	3
1.2 Gegenstand und Zielsetzung	6
1.3 Vorgehen und Aufbau	6
1.4 Abgrenzung und Forschungsbeitrag	9
<b>2. Kapitel: Vergütungsdebatte</b>	<b>11</b>
2.1 Diskussion steigender Managementvergütungen	11
2.2 Empirische Befunde zum Vergütungswachstum	14
2.3 Erklärungsansätze des Vergütungswachstums	24
2.3.1 Marktperspektive	25
2.3.2 Machtperspektive	26
2.4 Fazit: Bedeutung der Corporate Governance	27
<b>3. Kapitel: Transparenzdebatte</b>	<b>29</b>
3.1 Vergütungen als Teil der Corporate Governance	29
3.2 Ursachen der Vergütungsproblematik	30
3.2.1 Informationsasymmetrien	31
3.2.2 Interessenkonflikte	32
3.3 Eckpfeiler der Schweizer Transparenzregulierung	32
3.3.1 Rechtliche Rahmenbedingungen	33
3.3.2 Ökonomische Rahmenbedingungen	34
3.3.3 Regulierungsziele	34
3.4 Forderung nach Vergütungstransparenz	35
3.4.1 Rechtliche Begründung der Vergütungstransparenz	36
3.4.2 Ökonomische Zielsetzung der Vergütungstransparenz	38
3.4.3 Empirische Befunde zur Vergütungstransparenz	40
3.4.4 Dilemma der Vergütungstransparenz	43
3.5 Fazit: Notwendigkeit einer Good Compensation Governance	44

<b>Teil II: Vergütungsregulierung</b>	<b>47</b>
<b>4. Kapitel: Aktuelle Regulierung</b>	<b>49</b>
<b>4.1 Regulierung im Ausland</b>	<b>49</b>
4.1.1 Entwicklung der Regulierung im Ausland	49
4.1.2 Übersicht zur Regulierung im Ausland	49
<b>4.2 Regulierung in der Schweiz</b>	<b>52</b>
4.2.1 Entwicklung der Regulierung in der Schweiz	52
4.2.2 Übersicht zur Regulierung in der Schweiz	55
<b>4.3 Empfehlungen zur Selbstregulierung</b>	<b>55</b>
4.3.1 Wesen und Zweck der Selbstregulierung	55
4.3.2 Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance	56
4.3.2.1 Swiss Code Ziffer 30 «Offenlegung»	57
4.3.2.2 Anhang 1 Ziffern 8 und 10 «Entschädigungsbericht»	57
4.3.2.3 Erläuterungen zu Anhang 1 Ziffern 8 und 10 «Transparenz»	57
<b>4.4 Aufsichtsrechtliche Vorschriften</b>	<b>58</b>
4.4.1 Wesen und Zweck des Aufsichtsrechts	58
4.4.2 Ursprüngliche Corporate Governance-Richtlinie	59
4.4.3 Revidierte Corporate Governance-Richtlinie	62
4.4.4 FINMA-Rundschreiben für bedeutende Finanzinstitute	64
<b>4.5 Handelsrechtliche Vorschriften</b>	<b>69</b>
4.5.1 Wesen und Zweck des Handelsrechts	69
4.5.2 Entstehungsgeschichte	70
4.5.3 Übersicht zum Transparenzgesetz	71
4.5.4 Zeitlicher Anwendungsbereich	72
4.5.5 Persönlicher Anwendungsbereich	73
4.5.5.1 Betroffene Gesellschaften	73
4.5.5.2 Betroffene Personen	74
4.5.5.3 Erfasste Vergütungen	78
4.5.6 Form der Offenlegung	82
4.5.6.1 Umfang der Offenlegung	82
4.5.6.2 Detaillierungsgrad der Offenlegung	85
4.5.6.3 Bewertung der Vergütungselemente	85
4.5.6.4 Periodengerechte Abgrenzung	87
4.5.6.5 Vorjahresvergleich	87

4.5.7 Ort der Offenlegung	88
4.5.8 Kontrolle der Offenlegung	89
4.5.9 Sanktionen bei Missachtung	91
<b>4.6 Fazit: Mangelnde Vergleichbarkeit</b>	<b>93</b>
<b>5. Kapitel: Reformbemühungen</b>	<b>95</b>
<b>5.1 Übersicht zu den Reformbemühungen</b>	<b>95</b>
<b>5.2 Verbesserung der Vergütungstransparenz</b>	<b>96</b>
5.2.1 Pflicht zur Erstellung eines Vergütungsberichts	96
5.2.2 Standardisierung des Vergütungsberichts	98
<b>5.3 Erweiterung der Kontrollrechte der Aktionäre</b>	<b>99</b>
5.3.1 Genehmigung des Vergütungsreglements	101
5.3.2 Genehmigung bestimmter Vergütungsformen	103
5.3.3 Genehmigung der Vergütungssummen	103
5.3.4 Wahl und Besetzung des Verwaltungsrates	108
5.3.5 Wahl und Besetzung des Vergütungsausschusses	110
<b>5.4 Direkte Eingriffe auf die Vergütungspolitik</b>	<b>112</b>
5.4.1 Bonussteuer	113
5.4.2 Verbot bestimmter Vergütungsformen	116
5.4.3 Vergütungsobergrenzen	117
<b>5.5 Fazit: Einseitige Fokussierung auf die Aktionärsrechte</b>	<b>118</b>
<b>6. Kapitel: Good Compensation Governance</b>	<b>121</b>
<b>6.1 Einflussfaktoren der Managementvergütung</b>	<b>121</b>
<b>6.2 Notwendigkeit einer umfassenden Regulierung</b>	<b>122</b>
<b>6.3 Verbesserung der Vergütungstransparenz</b>	<b>125</b>
<b>6.4 Erweiterung der Kontrollrechte der Aktionäre</b>	<b>125</b>
6.4.1 Beteiligungsumfang des Hauptaktionärs	126
6.4.2 Hauptaktionär ist Verwaltungsrat	127
6.4.3 Hauptaktionär ist Vorsitzender der Geschäftsleitung	127
<b>6.5 Förderung der Kontrollintensität des Verwaltungsrates</b>	<b>127</b>
6.5.1 Unabhängigkeit des Verwaltungsrates	129
6.5.2 Grösse des Verwaltungsrates	130
6.5.3 Existenz eines Vergütungsausschusses	131
<b>6.6 Einschränkung des Einflusses der Geschäftsleitung</b>	<b>132</b>
6.6.1 Amtsdauer des CEO	133
6.6.2 Zugehörigkeit des CEO zum Verwaltungsrat	134

6.6.3 Personalunion von VRP und CEO	135
<b>6.7 Theoretisch unklare Auswirkungen</b>	<b>136</b>
<b>6.8 Fazit: Notwendigkeit einer empirischen Analyse</b>	<b>136</b>
<b>Teil III: Empirische Untersuchung</b>	<b>137</b>
<b>7. Kapitel: Untersuchungsdesign</b>	<b>139</b>
<b>7.1 Modellentwicklung</b>	<b>139</b>
7.1.1 Spezifikation der Managementvergütung	139
7.1.2 Hypothesen einer Good Compensation Governance	140
7.1.2.1 Hypothese 1: Beteiligungsumfang des Hauptaktionärs	141
7.1.2.2 Hypothese 2: Hauptaktionär ist Verwaltungsrat	141
7.1.2.3 Hypothese 3: Hauptaktionär ist CEO	141
7.1.2.4 Hypothese 4: Unabhängigkeit des Verwaltungsrates	142
7.1.2.5 Hypothese 5: Grösse des Verwaltungsrates	142
7.1.2.6 Hypothese 6: Existenz eines Vergütungsausschusses	142
7.1.2.7 Hypothese 7: Amtsdauer des CEO	142
7.1.2.8 Hypothese 8: Zugehörigkeit des CEO zum Verwaltungsrat	143
7.1.2.9 Hypothese 9: Personalunion von VRP und CEO	143
7.1.3 Kontrollvariablen	143
7.1.3.1 Unternehmensgrösse	144
7.1.3.2 Unternehmensperformance	144
7.1.4 Modellspezifikation	145
7.1.4.1 Übersicht zu den Modellvariablen	145
7.1.4.2 Multikollinearität	148
7.1.4.3 Partialmodell 1: Eigentümerstruktur	151
7.1.4.4 Partialmodell 2: Kontrollintensität des Verwaltungsrates	152
7.1.4.5 Partialmodell 3: Einfluss der Geschäftsleitung	152
<b>7.2 Stichprobe</b>	<b>153</b>
<b>7.3 Zeitliche Untersuchungsanordnung</b>	<b>154</b>
<b>7.4 Fremdwährungsumrechnung</b>	<b>154</b>
<b>7.5 Fazit: So einfach wie möglich – aber nicht einfacher</b>	<b>155</b>

<b>8. Kapitel: Resultate</b>	<b>157</b>
<b>8.1 Deskriptive Auswertungen</b>	<b>157</b>
8.1.1 Variablen der Managementvergütung	157
8.1.1.1 Höchste Vergütung der Geschäftsleitung	157
8.1.1.2 Höchste Vergütung des Verwaltungsrates	160
8.1.2 Variablen einer Good Compensation Governance	163
8.1.3 Kontrollvariablen	165
<b>8.2 Quantitative Auswertungen</b>	<b>166</b>
8.2.1 Erste empirische Evidenz	166
8.2.1.1 Partialmodell 1: Eigentümerstruktur	167
8.2.1.2 Partialmodell 2: Kontrollintensität des Verwaltungsrates	168
8.2.1.3 Partialmodell 3: Einfluss der Geschäftsleitung	169
8.2.2 Einfluss der Compensation Governance-Variablen	170
8.2.2.1 Beteiligungsumfang des Hauptaktionärs	170
8.2.2.2 Hauptaktionär ist Verwaltungsrat	171
8.2.2.3 Hauptaktionär ist CEO	173
8.2.2.4 Unabhängigkeit des Verwaltungsrates	174
8.2.2.5 Grösse des Verwaltungsrates	175
8.2.2.6 Existenz eines Vergütungsausschusses	177
8.2.2.7 Amtsdauer des CEO	178
8.2.2.8 Zugehörigkeit des CEO zum Verwaltungsrat	180
8.2.2.9 Personalunion von VRP und CEO	181
8.2.3 Einfluss der Kontrollvariablen	182
8.2.3.1 Unternehmensgrösse	182
8.2.3.2 Unternehmensperformance	182
8.2.4 Zeitliche Entwicklung	183
8.2.5 Robustheitstests	187
8.2.5.1 Multikollinearität	188
8.2.5.2 Heteroskedastizität	189
8.2.5.3 Cluster-robuste Standardfehler	189
8.2.5.4 Ausschluss von Extremwerten	190
8.2.5.5 Ausschluss der Finanzbranche	190
8.2.5.6 Ausschluss von Nicht-IFRS-Anwendern	191
8.2.5.7 Marktbasierte Grössen- und Performancemasse	191

---

<b>8.3 Interpretation der Resultate</b>	<b>192</b>
8.3.1 Entwicklung der Managementvergütung	192
8.3.2 Einfluss der Vergütungs determinanten	193
8.3.2.1 Eigentümerstruktur	193
8.3.2.2 Kontrollintensität des Verwaltungsrates	194
8.3.2.3 Einfluss der Geschäftsleitung	195
<b>8.4 Beantwortung der Forschungsfrage</b>	<b>197</b>
<b>8.5 Fazit: Potential einer Good Compensation Governance</b>	<b>198</b>
<b>9. Kapitel: Schlussbetrachtung</b>	<b>201</b>
9.1 Zusammenfassung der wichtigsten Erkenntnisse	201
9.2 Kritische Würdigung	202
9.3 Vorschlag einer umfassenden Regulierung	203
9.4 Ausblick	207
<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>211</b>
<b>Verzeichnis der Rechtsnormen und Regulierungsvorschläge</b>	<b>223</b>
<b>Verzeichnis internationaler Transparenzvorschriften</b>	<b>227</b>
<b>Anhang</b>	<b>233</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1–1: Aufbau und Gliederung der Arbeit	7
Abbildung 2–1: Entwicklung der Median-Vergütung US-amerikanischer CEOs von 1936 bis 2005 nach FRYDMAN / SAKS (2010)	15
Abbildung 2–2: Entwicklung der totalen Vergütungssumme von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung von 2004 bis 2010 nach ETHOS (2011)	18
Abbildung 2–3: Entwicklung der CEO-Median-Entschädigung der SMI- und SMIM-Unternehmen von 2007 bis 2010 nach PwC	21
Abbildung 3–1: Zielsetzung und Zielerreichung der Vergütungstransparenz	39
Abbildung 4–1: Übersicht zur Transparenzregulierung von Managementvergütungen der OECD-Mitgliedstaaten	50
Abbildung 4–2: Entwicklung der Vergütungsregulierung in der Schweiz	54
Abbildung 4–3: Rechtssystematische Einteilung der Schweizer Regulierung	55
Abbildung 4–4: Die neun Offenlegungspflichten von Kapitel 5 «Entschädigungen, Beteiligungen und Darlehen» im Anhang der ursprünglichen RLCG vom 1. Juli 2002	60
Abbildung 4–5: Übersicht zur Offenlegung gemäss revidiertem Kommentar zur RLCG vom 20. September 2007	63
Abbildung 4–6: Die zehn Grundsätze angemessener Vergütungen der FINMA	66
Abbildung 4–7: Übersicht zu den Vorschriften des Transparenzgesetzes	72
Abbildung 4–8: Die neun Kategorien geldwerter Leistungen gemäss Art. 663b <sup>bis</sup> Abs. 2 Ziff. 1–9 OR	80
Abbildung 4–9: Prüfungsinhalt der Revisionsstelle zu den Offenlegungsnormen des Transparenzgesetzes	90
Abbildung 4–10: Mögliche Sanktionen einer Verletzung der Offenlegungsvorschriften des Transparenzgesetzes	92
Abbildung 4–11: Ursachen der aktuell mangelhaften Vergleichbarkeit von Managementvergütungen	93
Abbildung 5–1: Mögliche Regulierungsmassnahmen gegen Vergütungswachstum in der Schweiz nach GÖX (2008 UND 2011)	95
Abbildung 6–1: Einflussfaktoren auf die Verhandlungsmacht des CEO	121
Abbildung 6–2: Die vier Aspekte einer Good Compensation Governance	124
Abbildung 7–1: Übersicht zu den Modellvariablen	146
Abbildung 7–2: Pearson-Korrelationsmatrix – Teil 1: Interessierende Variablen	149

Abbildung 7–3: Pearson-Korrelationsmatrix – Teil 2: Kontrollvariablen	151
Abbildung 7–4: Herleitung der Stichprobe per 31. Dezember 2010	153
Abbildung 7–5: Zeitliche Untersuchungsanordnung	154
Abbildung 8–1: Deskriptive Statistik: Höchste Vergütung der Geschäftsleitung	158
Abbildung 8–2: Entwicklung der CEO-Vergütung von 2007 bis 2010	159
Abbildung 8–3: Deskriptive Statistik: Höchste Vergütung des Verwaltungsrates	161
Abbildung 8–4: Entwicklung der Vergütung nicht-exekutiver Verwaltungsratspräsidenten von 2007 bis 2010	161
Abbildung 8–5: Deskriptive Statistik: Good Compensation Governance	164
Abbildung 8–6: Deskriptive Statistik: Kontrollvariablen	165
Abbildung 8–7: Partialmodell 1: Erste empirische Evidenz zur Eigentümerstruktur	167
Abbildung 8–8: Partialmodell 2: Erste empirische Evidenz zur Kontrollintensität des Verwaltungsrates	168
Abbildung 8–9: Partialmodell 3: Erste empirische Evidenz zum Einfluss der Geschäftsleitung	169
Abbildung 8–10: Resultate des Gesamtmodells: Beteiligungsumfang des Hauptaktionärs	171
Abbildung 8–11: Resultate des Gesamtmodells: Hauptaktionär ist Verwaltungsrat	172
Abbildung 8–12: Resultate des Gesamtmodells: Hauptaktionär ist CEO	173
Abbildung 8–13: Resultate des Gesamtmodells: Unabhängigkeit des Verwaltungsrates	174
Abbildung 8–14: Resultate des Gesamtmodells: Grösse des Verwaltungsrates	176
Abbildung 8–15: Resultate des Gesamtmodells: Existenz eines Vergütungsausschusses	178
Abbildung 8–16: Resultate des Gesamtmodells: Amtsdauer des CEO	179
Abbildung 8–17: Resultate des Gesamtmodells: Zugehörigkeit des CEO zum Verwaltungsrat	180
Abbildung 8–18: Resultate des Gesamtmodells: Personalunion von VRP und CEO	181
Abbildung 8–19: Zeitliche Entwicklung: Modellvariante III	183
Abbildung 8–20: Zeitliche Entwicklung: Modellvariante XII	184
Abbildung 8–21: Zeitliche Entwicklung: Modellvariante XX	185
Abbildung 8–22: Zeitliche Entwicklung: Modellvariante XXI	186
Abbildung 9–1: Massnahmen einer Good Compensation Governance für Schweizer Publikumsgesellschaften	207