



Neue Anforderungen an die Vorstandsvergütung: Was Unternehmen dringend ändern müssen

von Dr. Maximilian Koch

Management Summary

Wie sieht eine angemessene Vergütung für Vorstände aus? Wie hoch muss der variable, leistungsabhängige Anteil an der Gesamtvergütung sein? Sollen Manager für falsche Entscheidungen haften? Oder sollten Boni gleich ganz abgeschafft werden?

Den neuen gesetzlichen Regelungen zum Trotz: Die Liste der Fragen, die nach dem richtigen Ansatz in der Management-Vergütung suchen, ist nicht nur endlos. Sie führt das Thema ad absurdum. Die Debatte findet auf einer Ebene statt, die die Gesetzmäßigkeiten der Marktwirtschaft – wer etwas leistet, soll dafür auch entsprechend honoriert werden – einfach ignoriert.

Dass die Leistungsträger der Gesellschaft an den Pranger gestellt werden, ist falsch und gefährlich. Deshalb ist es so wichtig, die Management-Vergütung jetzt neu auszurichten und die Weichen richtig zu stellen. Statt über die Abschaffung der Boni nachzudenken, sollte die Diskussion sich darauf konzentrieren, wie die Verankerung der Leistungsorientierung in der Unternehmenssteuerung wirkungsvoll erfolgen kann.

Mit dem neuen VorstAG und dem MaRisk gibt der Gesetzgeber Richtlinien vor, die es zu berücksichtigen gilt. Die Angemessenheit der Vergütung ist dabei ebenso zu beachten wie die Nachhaltigkeit der Performance. Dafür muss zuerst einmal Klarheit darüber geschaffen werden, wie Performance richtig gemessen werden kann. Vor allem aber sollten Unternehmen jetzt die Gelegenheit ergreifen, ihre Manager konsequent an den Chancen und an den Risiken ihres Handelns zu beteiligen. Nur dann stehen die geschaffenen Anreize auch wirklich im Dienst des unternehmerischen Erfolgs.

Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)

Im Juni 2009 hat der Bundestag das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) verabschiedet. Demnach gilt zukünftig verpflichtend Folgendes:

- Die Vergütung muss im angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben und der Leistung des Vorstandsmitglieds sowie zur Lage der Gesellschaft stehen.
- Die Vergütungsstruktur ist auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten. Variable Vergütungsbestandteile sollen daher eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben. Außerdem dürfen Aktienoptionen frühestens nach vier Jahren ausgeübt werden.
- Bei unangemessener Vorstandsvergütung kann der Aufsichtsrat schadensersatzpflichtig gegenüber der Gesellschaft werden.
- Im Falle einer deutlichen Verschlechterung der Lage der Firma ist der Aufsichtsrat angehalten, die Vorstandsvergütung nachträglich anzupassen (die Möglichkeit bestand bislang lediglich als „Kann-Regelung“).

Schließlich hat der Gesetzgeber auch die Transparenzanforderungen bezüglich der Vergütungselemente und sonstiger Bezüge für die Vorstände verschärft. Die Gesetzesinitiative ist gerade vor dem Hintergrund der populären Exzesse in großen Unternehmen nachvollziehbar. Dennoch bleibt unklar, was genau mit „angemessenem Verhältnis zur Leistung“ gemeint ist, oder wie eine Ausrichtung an der „nachhaltigen Unternehmensentwicklung“ auszusehen hat.

Bevor nun vorschnell auf die gesetzlichen Anforderungen reagiert wird, sollte man sich zunächst vor Augen führen, warum die derzeitigen Vergütungssysteme diese Anforderungen nicht erfüllt haben und letztlich scheitern mussten. Anschließend werden die für ein langfristig orientiertes Vergütungssystem erforderlichen Elemente ausführlich dargestellt.

Die Kardinalfehler bis heute üblicher Vergütungssysteme

Eigentlich passte doch alles. Von den etablierten Vergütungsberatern entwickelt und in den Geschäftsberichten sauber dargelegt, zahlten fast alle Unternehmen ihren Führungskräften auch bislang schon einen variablen, leistungsabhängigen Bonus, der sich an der Performance des Unternehmens – und ggf. der persönlichen Performance des Managers – ausrichtete.

Doch jüngst zeigte sich, dass die vermeintliche Performance sich als Strohfeder oder gar als Scheinerfolg entpuppte, kurz nachdem die Manager mit Millionen-Boni belohnt worden waren.

Was ist falsch gelaufen? Die vier Kardinalfehler heute üblicher Vergütungssysteme sind:

1. Die verwendeten Performancekennzahlen sind falsch bzw. irreführend und ignorieren insbesondere das mit der unternehmerischen Tätigkeit verbundene Risiko.
2. Vermeintliche Erfolge werden sofort belohnt, auch wenn sie sich als Bumerang erweisen.
3. Die Manager werden an den Chancen, nicht aber an den Risiken ihres Handelns beteiligt.
4. In der Praxis besteht keine wirkliche Variabilität der Vergütung nach oben und unten.

Im Folgenden zeigen wir für jeden der Kardinalfehler die Ursachen auf und skizzieren, wie diese Probleme in einem modernen Vergütungssystem reduziert bzw. vermieden werden können. Vergütungssysteme, die dies berücksichtigen, entsprechen damit auch den gesetzlichen Anforderungen aus dem VorstAG.

1. Performance richtig messen

Eine einheitliche Definition darüber, was Erfolg ist und wie er sich messen lässt, gibt es in der Unternehmenspraxis nicht. Dennoch werden einige gängige Performancegrößen immer wieder für die Performancemessung herangezogen. Diese sind jedoch unzulänglich und für die Steuerung meist sogar kontraproduktiv.

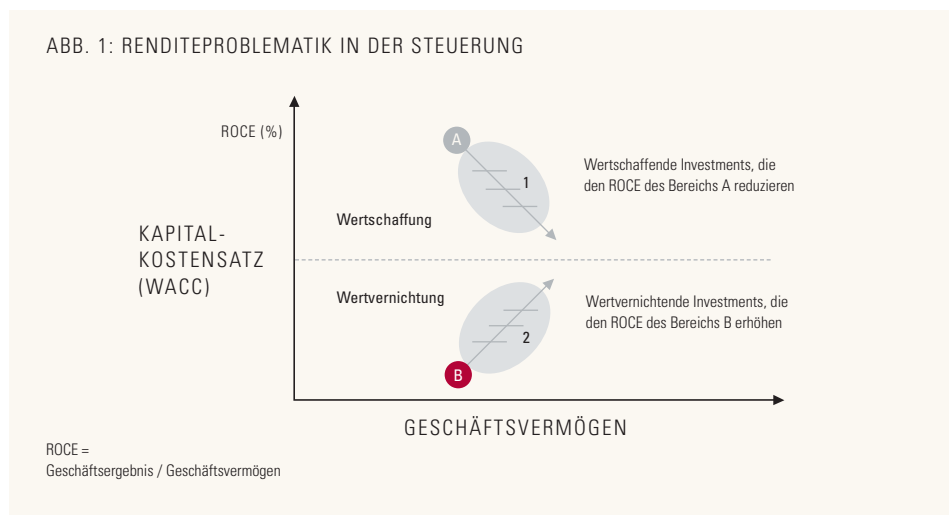
Die gängigen Performancegrößen sind für die Leistungsmessung ungeeignet

Die Mehrheit der Unternehmen verwendet als quantitative Performancegröße entweder EBIT, EBITDA, Operating Profit oder den Jahresüberschuss (Net Income). Der Vorteil dieser Kennzahlen ist, dass sie Bestandteil einer jeden Erfolgsrechnung sind und häufig auch für einzelne Sparten oder operative Einheiten berechnet werden. Das ändert aber nichts an ihrer Problematik für die Performancemessung: Beim EBIT und EBITDA bleiben die Kapitalkosten gänzlich unberücksichtigt. Und selbst beim Jahresüberschuss (Net Income) sind zwar die Fremdkapitalkosten abgezogen, aber die Eigenkapitalkosten werden weiterhin ignoriert. Bis heute werden die Opportunitätskosten der Eigenkapitalgeber weder nach deutschem HGB noch nach internationalen Bilanzierungsstandards (IFRS, US-GAAP) ausgewiesen.

Unternehmerisches Handeln erfordert Kapital, teils für Investitionen, teils als Risikopuffer für etwaige Verluste. Je risikoreicher ein Geschäft ist, desto mehr Risikokapital muss das Unternehmen halten und desto höher sind somit die Opportunitätskosten für die Eigenkapitalgeber. Wenn Unternehmen für die Performancemessung Gewinngrößen verwenden, die die Kosten dieses Risikokapitals teilweise oder vollkommen ignorieren, verleiten sie ihre Manager natürlich dazu, beim Streben nach Gewinnsteigerung die Risiken zu ignorieren. Deshalb fordert bspw. auch die

Aufsichtsbehörde Schweizer Finanzinstitute FINMA, dass vor etwaigen Bonuszahlungen an die Manager erst einmal das Investitionsrisiko der Eigentümer entschädigt werden müsse.

Der Deutsche Corporate Governance Kodex empfiehlt seit längerem, zumindest ergänzend auch die Kapitalrendite zu betrachten (ROI, ROCE und den ROE) und so das eingesetzte Kapital zu berücksichtigen. Aber so naheliegend es auch erscheinen mag, mit der zusätzlichen Berücksichtigung der Rendite die Performance noch besser zu ermitteln, so irreführend ist doch das Resultat. Denn bei Renditekennzahlen ist ausschließlich die derzeitige Performance die Messlatte für die Bewertung von Investitionen (siehe Abb. 1: Renditeproblematik in der Steuerung).



Renditen verbessern sich, wenn eine neue Investition eine höhere Rendite als das bislang bestehende Geschäft abwirft. Je profitabler das bestehende Geschäft ist, desto schwieriger wird es, die Rendite weiter zu steigern und desto höher liegt die Messlatte für weitere Investitionen (vgl. Bereich 1 der Abb.). Je unprofitabler das bestehende Geschäft ist, desto leichter ist es, diese Rendite zu verbessern (vgl. Bereich 2 der Abb.). Dabei müssen diese Investitionen dann noch nicht einmal ihre Kapitalkosten verdienen, solange sie nur eine höhere Rendite als die derzeitige erzielen. Im Extremfall wirkt in einer Verlustgesellschaft schon eine Investition mit einer Rendite von Null positiv auf die Gesamtrendite, da Null immer noch besser ist als ein Verlust. Vergütungssysteme, die streng danach bewerten, ob sich die Rendite verbessert, drehen de facto in profitablen Geschäftsbereichen den „Investitionshahn“ zu und fördern in unprofitablen Bereichen wertvernichtende Investitionen.

Renditeorientierung führt zu Fehlsteuerung

Die starke Fokussierung auf die Kapitalrendite ist aber noch aus einem anderen Grund problematisch und war in den letzten Jahren in vielen Unternehmen für dramatische Fehlentwicklungen verantwortlich. Der Anreiz, Renditekennzahlen vor allem durch eine Reduktion des Nenners (also der Kapital-

basis) zu maximieren, hatte insbesondere in der Bankenwelt katastrophale Folgen. Um ehrgeizige ROE Ziele von 25% oder mehr zu erreichen, wurden z.B. mit Vorliebe Aktienrückkäufe getätigt. Bei einem Aktienrückkauf wird das Eigenkapital reduziert und das gleiche Geschäft nun mit weniger Kapital hinterlegt. So erhöht sich zwar die Rendite auf das Eigenkapital, aber automatisch auch das Risiko einer Insolvenz bzw. eines Konkurses. In anderen Branchen ist dieser Trend bis heute ungebrochen und wird noch von den Buchhaltern durch aktives „Bilanzmanagement“ unterstützt. In der Praxis bedeutet das, die Verbindlichkeiten so weit wie möglich aus der Bilanz herauszuhalten und so die Bilanzsumme zu reduzieren. Ob durch Leasing, Factoring oder andere Formen der Off-Balancesheet-Finanzierung: Die gültigen Regelungen der Buchhaltung werden bis ans Limit ausgeschöpft. Als „ehrlicher Kaufmann“ sollte man jedoch stattdessen versuchen, die wirtschaftlichen Verhältnisse so realistisch wie möglich abzubilden und die unternehmerischen Risiken vollumfänglich in der Bilanz – und somit auch in der Kapitalbasis der Performancekennzahlen – zu berücksichtigen.

Ökonomische Übergewinngrößen als Lösung

Der eigentliche Maßstab für die Bewertung von Investitionen sollten ihre Kapitalkosten sein und nicht etwa die Rentabilität des bestehenden Geschäfts. Als Performancegrößen für die Erfolgsmessung eignen sich daher nur absolute Übergewinngrößen (wie z.B. der Economic Value Added EVA®), bei der die Kapitalkosten für Eigen- und Fremdkapital berücksichtigt und vom operativen Ergebnis abgezogen werden. Wenn eine Investition in ein Geschäft mit erhöhtem Risiko getätigt wird, werden automatisch auch die höheren Kapitalkosten berücksichtigt. Werden die zusätzlichen Kosten nicht verdient, steigt auch der Übergewinn nicht. Eine Übergewinngröße als Maßstab für Bonuszahlungen garantiert, dass die Manager auch nur am Mehrwert beteiligt werden und nicht etwa schon hohe Bonifikationen erhalten, wenn der Gewinn nicht einmal ausreicht, die Kapitalgeber des Unternehmens für ihr Investitionsrisiko abzugelten.

2. Nachhaltigkeit des Erfolgs sicherstellen

Ein weiteres Problem der derzeitigen variablen Managementvergütung liegt darin, dass hohe Boni auch für mäßige Performance bzw. für kurzfristige Ergebnissteigerungen bezahlt werden, selbst wenn sich diese als Strohfeuer erweisen.

Für diesen Missstand sind zwei Dinge verantwortlich; zum einen die Beurteilung der Performance gegenüber dem jährlichen Budget und zum anderen die sofortige Auszahlung des Bonus, ohne die Gewissheit zu haben, dass der Erfolg auch nachhaltig ist.

Die Performancebeurteilung vom Budget trennen

Um zu beurteilen, ob eine gegebene Performance gut ist, wird diese typischerweise mit einer Zielgröße verglichen, meist dem jährlichen Plan oder Budget. Der Zielbonus wird dann erreicht, wenn der Plan bzw. das Budget erfüllt wird. Ist das Ergebnis besser als der Plan, gibt es mehr, ansonsten weniger Bonus. Durch die Koppelung des Zielbonus an die jährliche Planung wird diese aber „politisiert“, d.h. jeglicher Anreiz, sich und seinem Verantwortungsbereich ambitionierte Ziele zu setzen, wird dem Management dadurch genommen, dass die eigene Performance anschließend an der Erreichung eben dieses Ziels gemessen wird. Hierin liegt der Hauptgrund für die meist langwierigen und müßigen Planungsprozesse, in denen die Manager versuchen, sich möglichst leicht zu erfüllende Ziele zu setzen, um sich so ihre eigene Vergütung zu sichern.

Lösen lässt sich das Dilemma nur, indem die Zielvorgaben des Vergütungssystems strikt vom Planungsprozess getrennt werden. Die Zielvorgaben des Vergütungssystems müssen aus der langfristigen Strategie abgeleitet und dürfen nicht jährlich neu verhandelt werden. Ziel muss die Beteiligung an der tatsächlichen Wertschaffung sein – z.B. gemessen am ökonomischen Gewinn (Economic Value Added EVA®). Aus dem langfristigen Gesamtziel für das Unternehmen können dann „top down“ die Teilziele für die einzelnen Unternehmensbereiche und für jedes einzelne Jahr festgelegt werden.

Der jährliche Planungsprozess ist hiervon unabhängig zu führen. In der jeweiligen Planung für das folgende Jahr gilt es, ehrgeizige, aber realisierbare Ziele für das kommende Jahr zu bestimmen. Diese können durchaus über oder unter den Vorgaben für das Vergütungssystem liegen. Durch die strikte Trennung erhalten Manager den Anreiz, sich in der jährlichen Planung ambitionierte Ziele zu setzen, da sich die Vergütung an den längerfristigen Zielen für das Vergütungssystem orientiert, die eben nicht jährlich neu adjustiert werden.

Einen Teil des Jahresbonus einbehalten

Unabhängig von der Performancegröße lässt sich aber nicht ausschließen, dass sich eine gegebene Performancesteigerung als nicht nachhaltig erweist und das Ergebnis in der Folge wieder zurückfällt. In diesem Fall sollte das Vergütungssystem verhindern, dass Manager hohe Boni kassieren und anschließend für den Performancerückgang nicht zur Verantwortung gezogen werden können. Wird aber die Performance auf Jahresbasis (oder gar auf Halbjahres- oder Quartalsbasis) gemessen, zeigt sich die Kurzfristigkeit der Performance erst, nachdem das Unternehmen bereits hohe Boni an die Mitarbeiter ausgezahlt hat. Wie lässt sich sicherstellen, dass ausschließlich für die Erzielung nachhaltiger Wertsteigerung, und nicht für kurzfristige Optimierungen hohe Boni gewährt werden?

Die Lösung ist weniger in der Performancemessung selbst als im Auszahlungsmodus des Bonus an den Manager zu suchen. Eine gute Performance in einem Geschäftsjahr darf zwar einen hohen

errechneten Bonus ergeben, dieser darf aber nicht gleich in voller Höhe an die Manager ausbezahlt werden. Wird ein Teil des Bonussees zunächst einbehalten und quasi ins Risiko gestellt, kann dieser Bonusteil in den Folgejahren bei etwaiger Performanceverschlechterung auch wieder verloren gehen. Auf diese Weise wird sichergestellt, dass die Manager stärker die langfristige Entwicklung des Unternehmens vor Augen haben und nur für nachhaltige Erfolge entsprechend belohnt werden.

3. Beteiligung an Chancen und Risiken

Wer an den Chancen unternehmerischen Handelns beteiligt sein will, muss auch bereit sein, einen Teil des Risikos zu übernehmen. Genau das wird aber in den meisten traditionellen Vergütungssystemen nicht umgesetzt. Nach einem guten Jahr erhalten die Manager hohe Boni, und selbst in schlechten Jahren wird meistens noch ein Bonus bezahlt. Von einer Verlustbeteiligung ist hingegen niemals die Rede, selbst wenn die Eigentümer (Aktionäre) des Unternehmens erhebliche Einbußen hinnehmen müssen.

Mit dem Zurückhalten eines Teils des Bonussees wird dies jedoch möglich. Der nicht sofort ausbezahlte Betrag (empfohlen wird $\frac{1}{3}$ bis $\frac{2}{3}$ des Jahresbonussees, in unserem Beispiel $\frac{2}{3}$, vgl. Abb. 2) wird einbehalten und in den Folgejahren einem Performance-Check unterzogen. Damit erhält der Manager sofort und in Cash lediglich z.B. $\frac{1}{3}$ des Bonussees, während der nicht ausbezahlte Betrag im Risiko steht und ins nächste Jahr vorgetragen wird. Im folgenden Jahr wird der neu erzielte Bonus zum nicht ausbezahlten Betrag des Vorjahres („Bonus im Risiko“) hinzu addiert. Vom gesamten Bonusbestand wird $\frac{1}{3}$ sofort ausbezahlt und der Rest wiederum ins nächste Jahr vorgetragen.

ABB. 2: LANGFRISTIGE ORIENTIERUNG DER BONUSBESTIMMUNG

	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4
Vortrag aus Vorjahr		80	40	120
Erzielter Bonus/Malus	120	-20	140	30
Gesamter Bonusbestand	120	60	180	150
Cash Auszahlung (33%)	40	20	60	50
Bonus im Risiko	80	40	120	100

Wird das vereinbarte Performanceziel nicht erreicht, reduziert sich natürlich auch der Bonus. Ist der Abfall der Unternehmensperformance drastisch genug, kann der Manager nicht nur seinen gesamten aktuellen Jahresbonus verlieren, sondern sogar einen Teil – oder alles – der aus den Vorjahren einbehaltenen Boni („Bonus im Risiko“). Wie drastisch genau die Verschlechterung der Performance

sein muss, damit der Manager Geld verliert, kann anhand von Simulationen recht präzise im Vorfeld bestimmt und bereits bei der Zielfestlegung festgeschrieben werden.

Bei einem System mit verzögerter Bonusauszahlung haben Manager einen signifikanten Anteil der Bonifikation im Risiko stehen, was einer aktiven Kapitalbeteiligung der Mitarbeiter am Unternehmen entspricht. Nur langfristige und nachhaltige Wertsteigerung wird mit entsprechend hohen Bonuszahlungen entlohnt.

Aufgrund der glättenden Wirkung einer derart zeitlich gestreckten Bonusauszahlung mit Performance-Check kann das Vergütungssystem noch unternehmerischer sein, d.h. eine stärkere Erfolgsbeteiligung bieten als traditionelle Systeme.

4. Variabilität der Vergütung nach oben und unten zulassen

In einem Vergütungssystem mit vernünftigen, ehrgeizigen Zielsetzungen müssten die Boni theoretisch in etwa genauso oft positiv vom „Zielbonus“ abweichen wie negativ. Das ist in der Realität natürlich überhaupt nicht der Fall. Im Gegenteil: Ein Bonus unterhalb des Zielwertes wird meist als Strafe, wenn nicht wie eine Art Abmahnung empfunden und kommt selbst bei schlechter Performance nur selten vor.

In den meisten Vergütungssystemen wird Leistung mit Erfolg verwechselt. Man spricht zwar von einer Erfolgsbeteiligung, meint aber eigentlich eine Belohnung für Leistung. Das manifestiert sich dann darin, dass auch bei schwacher Performance oftmals mit der Begründung hohe Boni ausbezahlt werden, dass sich alle „stark angestrengt“ hätten und das Marktumfeld ja „ausgesprochen schwierig gewesen“ sei. Wenn unter diesen Umständen ein geringer Bonus (oder gar ein Null-Bonus) als ungerechtfertigt niedrig erscheint, wird meist das Ziel nach unten korrigiert, so dass sich auch rechnerisch ein Bonus aus dem Vergütungssystem ableiten lässt. Gerade in der derzeitigen Finanzkrise wird immer wieder argumentiert, zum Zeitpunkt des Designs des Vergütungssystems sei „eine solche Marktentwicklung nicht absehbar“ gewesen, und das System müsse jetzt geändert werden. Aber was ist mit der proklamierten Beteiligung an Chancen und Risiken? Gehört es nicht zum unternehmerischen Risiko, dass die Zeiten auch einmal härter sein können und sich das Ergebnis trotz größter Bemühungen verschlechtert?

Häufige Systemänderungen am Vergütungssystem untergraben die Glaubwürdigkeit des gesamten Vergütungssystems sowohl innerhalb des Unternehmens als auch in der Wahrnehmung durch außen. Daher muss das Vergütungssystem so gestaltet sein, dass es auch in unerwartet schwierigen Zeiten immer noch einen Anreiz bietet, das Ergebnis zu verbessern. Gleichzeitig muss vorab

eindeutig geklärt werden, welcher Anteil des Bonussees wirklich nur von der langfristig erzielten Performanceentwicklung abhängen soll. Im Zweifel ist es besser, diesen Anteil nicht zu hoch anzusetzen, ihn bzw. dessen Berechnung dafür dann aber auch nicht ständig nachzujustieren.

Von den zusätzlichen Befugnissen des Aufsichtsrates, die Vergütung der Vorstände im Falle einer ungünstigen Unternehmenssituation im Nachhinein anzupassen, sollte die Ausgestaltung wirksamer Vergütungsmodelle unberührt bleiben. Ein sich selbst regulierendes und stabilisierendes System ist immer besser als eines, in dem der Aufsichtsrat aktiv einschreiten muss, um eine angemessene Vergütung nachträglich sicherzustellen.

Fazit

Als Reaktion auf die fehlerhaften Verhaltensanreize kurzfristig ausgerichteter Vergütungsinstrumente hat der Gesetzgeber im Juni 2009 das „Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)“ verabschiedet. Während die Ziele klar und nachvollziehbar sind, besteht bei der Umsetzung erheblicher Spielraum und Interpretationsbedarf. In der Studie haben wir vier Grundsätze dargelegt, deren Beachtung für ein langfristig orientiertes, erfolgsbezogenes Vergütungssystem notwendig ist, und die gleichzeitig die Anforderungen der neuen gesetzlichen Vorgaben erfüllen.

In einem ersten Schritt muss sichergestellt werden, dass der ökonomische Erfolg – unter Berücksichtigung aller Kosten für das investierte Kapital – als Grundlage für die Bonusberechnung verwendet wird. Das „Schönen“ der Bilanz, etwa indem das Ausweisen von Verbindlichkeiten und Risiken geschickt vermieden wird, ist ebenso wenig zur nachhaltigen Wertsteigerung geeignet wie die schlichte Reduktion des eingesetzten Eigenkapitals zur Erhöhung des ROE.

Darüber hinaus darf großer Erfolg nur dann zu hohen Bonuszahlungen führen, wenn er sich als nachhaltig erweist. Dafür muss ein Teil des Bonussees als „Bonus im Risiko“ zurückbehalten werden und darf nur dann zur Auszahlung kommen, wenn sich der Erfolg als langfristig erweist. Wenn sich stattdessen die Performance des Unternehmens in der Folge drastisch verschlechtert, muss auch der Verlust von Bonus möglich sein.

Schließlich muss akzeptiert werden, dass ein Vergütungssystem nur dann glaubwürdig und auch in der Öffentlichkeit akzeptiert wird, wenn es sowohl nach oben wie auch nach unten variabel ist.

Mit einem geeigneten Vergütungssystem können Fehlanreize unterbunden und ökonomisch sinnvolle und nachhaltig Wert schaffende Strategien honoriert werden. Die derzeitige Wirtschaftskrise bietet Managern und Aufsichtsräten die Möglichkeit, ihre Vergütungssysteme neu auszurichten und in der Öffentlichkeit verlorenes Vertrauen wiederzugewinnen. Diese Chance sollten Unternehmen nicht ungenutzt lassen.

Der Autor



Dr. Maximilian Koch
Partner
mkoch@sternstewart.de

Stern Stewart & Co. GmbH

München

Salvatorplatz 4
D-80333 München
T +49.89.242071.0
F +49.89.242071.11
I www.sternstewart.de

Wien

Schottenring 16
A-1010 Wien
T +43.1.53712.4111
F +43.1.53712.4000
I www.sternstewart.at

Zürich

Seefeldstrasse 69
CH-8008 Zürich
T +41.43.488.36.39
F +41.43.488.35.00
I www.sternstewart.ch



Stern Stewart & Co.