



UNTERNEHMENSANALYSE 13/8/2015

Wie transparent sind Vorstandsgehälter?

von PHILIPP IMMENKÖTTER und HENRIK PAGANETTY

- Die aktuellen Geschäftsberichte der DAX Konzerne bieten einen sehr guten Einblick in die Höhe der Vorstandsgehälter. Trotz gesteigener Transparenz bleiben jedoch viele Fragen bzgl. der Festlegung der Gehälter offen.
- Im Schnitt lag das Gehalt eines DAX-Vorstands im Geschäftsjahr 2014 bei 3,3 Mio. Euro und bestand zu 70 % aus einer erfolgsabhängigen Komponente von der zwei Drittel an langfristige Ziele gebunden war. Historisch betrachtet steht die Entwicklung der Vorstandsgehälter in einem stärkeren Zusammenhang mit der Accounting-Performance als mit dem Shareholder Value.
- Die kurzfristige finanzielle Incentivierung erfolgte im Geschäftsjahr 2014 im Schnitt mittels 2,6 Kriterien von denen 1,7 auf Buchwerten basieren. Der langfristige Erfolg wurde mit durchschnittlich drei Kriterien bestimmt von denen jeweils 1,3 auf Markt- bzw. Buchwerten basieren. Die Anzahl der angewendeten Kriterien hat seit 2006 leicht zugenommen.

Ein Überblick über die Vergütung der DAX-Vorstände

In den letzten Jahren hat sich an der Transparenz der Vorstandsvergütung einiges getan. Während noch vor einigen Jahren nicht immer ausgemacht werden konnte, wie hoch die Bezüge wirklich waren, da meist nur gewährte Beträge aber keine tatsächlichen Einkünfte ausgewiesen wurden, hat sich das Bild deutlich verbessert. Durch die neusten Mustertabellen des Deutschen Corporate Governance Kodex kann man detailliert nachvollziehen, welcher Vorstand welchen Betrag aus welcher Tranche erhalten hat. Diese Transparenz ist lobenswert, jedoch lenkt sie von der entscheidenden Frage nach der Festlegung des Gehalts ab.

Im Schnitt lag das durchschnittliche DAX-Vorstandsgehalt im Geschäftsjahr 2014 bei 3,3 Mio. Euro, von dem rund eine Million Euro dem Grundgehalt zuzuschreiben sind, 0,9 Mio. Euro der kurzfristigen und der Rest der langfristigen variablen Vergütung. Im Vergleich zum vorherigen Geschäftsjahr ist dies ein Zuwachs von 5 %, der deutlich unter dem Durchschnitt der Wachstumsraten seit 2006 von 9 % liegt. Stellt man einen historischen Vergleich von Vergütung und Unternehmensperformance an, so sieht man, dass die Accounting-Performance in einem engen Zusammenhang mit der erfolgsabhängigen Vergütung steht, der Total Shareholder Return jedoch nicht. Zum einen kann dies durch die Dominanz der buchwertbasierten Kriterien erklärt werden, zum anderen ist dies der Qualität



der verfügbaren Informationen geschuldet. Da seit 2014 neue Standards für die Berichte bestehen, sollte es zukünftig möglich sein dieser Fragestellung weiter auf den Grund zu gehen.

Neben der Höhe der Gehälter enthalten Vergütungsberichte auch Informationen über die Kriterien, die zur finanziellen Incentivierung genutzt werden. Im Geschäftsjahr 2014 der DAX Konzerne wurde der erfolgsabhängige Anteil der Vergütung durchschnittlich mit 2,6 kurzfristig und 3,0 langfristig ausgelegten Kriterien ermittelt. Zur Bestimmung der kurzfristigen Vergütung wurden am häufigsten buchwertbasierte Kriterien wie bspw. EBIT oder auf Buchwerten basierende Rendite herangezogen. Qualitative Kriterien, wie Kunden- oder Mitarbeiterzufriedenheit, fanden ebenso Anwendung und wurden durch nicht einsehbare individuelle Ziele erweitert. Der langfristige Erfolg wurde im Schnitt durch jeweils 1,3 buch- und marktwertbasierte Kriterien erfasst. Individuelle Ziele und qualitative Größen kamen nur selten zum Einsatz. Seit 2006 hat die Anzahl an Kriterien leicht zugenommen, besonders für die Bestimmung der langfristigen Vergütung.

Während die Vergütungskriterien ein gut diversifiziertes Bild abgeben und sinnvolle Anreize zu setzen scheinen, gestaltet es sich aus Sicht der Shareholder als äußerst kompliziert die Festlegung der Gehälter nachzuvollziehen. Zwar hat man einen Einblick in die Wahl der Kriterien, jedoch weiß man meist nicht wie diese umgesetzt wurden. Waren 5 % Wachstum oder doch nur 1 % die Zielvorgabe? Wächst die Vergütung proportional zum Kriterium? Bestimmt ein Kriterium 90 % des Gehalts oder sind alle Kriterien als gleichwertig anzusehen?

Den aus Shareholdersicht perfekten Kriterienmix zu finden, ist keine leichte Aufgabe. Bei marktwertbasierten Kriterien ist fraglich, ob der

Vorstand diese maßgeblich beeinflussen kann. Bei buchwertbasierten Kriterien stellt sich die Frage, ob es möglich ist, die Kennzahl allein durch gestalterischen Freiraum bei der Buchführung zu beeinflussen. Bei qualitativen Kriterien ist es noch komplizierter, da die Ausprägung von Kennzahlen wie „Kundenzufriedenheit“ nicht beobachtbar ist und subjektiven Einschätzungen unterliegt. Des Weiteren werden häufig individuelle Ziele als ein Kriterium benannt, jedoch nicht weiter erläutert. Nach Außen handelt es sich um eine Black Box, die der Shareholder nicht einsehen kann - Kontrolle unmöglich. Im Gegenzug können aber genau diese Kriterien wichtige Faktoren für die Incentivierung und Steuerung des Unternehmens sein. Daher stellt nicht die Beobachtbarkeit, sondern eher die Transparenz ein Problem dar.

Abschließend bleibt festzuhalten, dass sich das Reporting der Vorstandsvergütung in den letzten Jahren deutlich verbessert hat, es jedoch weiterhin für die Shareholder nur schwer möglich ist die Gehälter nachzuvollziehen. Zwar gibt es mittlerweile detaillierte Informationen über die Vergütungshöhe, jedoch bekommt man nur einen unzureichenden Einblick in die Festlegung der Gehälter. Es scheint, dass eine zielführende Incentivierung gegeben ist, jedoch haben die Unternehmen bei der derzeitigen Informationslage weiterhin einen hohen Freiheitsgrad bei der Bestimmung der tatsächlichen Vergütung.

Das Datenuniversum

Die Untersuchung erstreckt sich über den Zeitraum der Geschäftsjahre 2006 bis 2014 und umfasst alle 30 zum Jahresende 2015 in dem Deutschen Aktienindex (DAX) gelisteten Unternehmen. Neben der Höhe der Vergütung enthalten die Vergütungsberichte Informationen zu den Grundzügen der Vorstandsvergütung. Hierunter fallen unter anderem die Kriterien, welche



herangezogen werden, um die erfolgsabhängige Vergütung zu bestimmen.

Die Bezüge der Vorstandsmitglieder bestehen zu Teilen aus den erfolgsunabhängigen Komponenten Fixum und Nebenleistungen, welche in dieser Studie als das Grundgehalt zusammengefasst werden. Zu den Nebenleistungen zählen unter anderem die Bereitstellung von Dienstwagen sowie Zuschüsse zu Sicherheitsleistungen und Wohnkosten. Eine weitere erfolgsunabhängige Komponente stellen Leistungen für Pensionsverträge dar, jedoch finden diese auf Grund unzureichender Vergleichbarkeit der Informationen in dieser Studie keine Berücksichtigung.

Der erfolgsabhängige Teil der Vergütung kann in eine kurz- und eine langfristige Komponente aufgeteilt werden. Als kurzfristig wird jene Komponente gewertet, die eine Bemessungsgrundlage oder Haltefrist von maximal einem Jahr hat, häufig als Jahresbonus oder Tantieme bezeichnet. Die langfristige Vergütungskomponente besteht aus allen Anteilen, die eine Bemessungsgrundlage oder Haltefrist von mehr als einem Jahr haben. Da zum Zeitpunkt der Zuteilung der langfristigen Vergütung in der Regel

noch nicht der finale Betrag feststeht, wird in den Vergütungsberichten meist nur der beizulegende Zeitwert bei einer 100%igen Zielerreichung angegeben, welches nicht dem später realisierten Wert entspricht. Erst seit dem Geschäftsjahr 2014 sind Unternehmen verpflichtet, sowohl über die Zuteilung als auch über die Auszahlung der einzelnen Programme separat zu berichten. Zusätzlich werden in dieser Studie auch einbehaltene Tantiemen (Deferral) als langfristige Vergütung gewertet, falls diese erst in späteren Jahren ausgezahlt werden bzw. sich die Höhe an weiteren Kriterien mit einer mehrjährigen Bemessungsgrundlage orientiert.

Wie hoch fiel die Vergütung aus?

Das durchschnittliche Gehalt eines DAX-Vorstandsmitglieds ist seit 2006 von 2,8 Mio. Euro auf 3,3 Mio. Euro angestiegen. Während der Zuwachs des Mittelwerts somit gerade mal auf der Höhe der Inflation liegt, gibt dies jedoch nur unzureichend wieder, was sich bei den einzelnen Unternehmen getan hat. Tabelle 1 zeigt, dass Gehaltssprünge von +100 % oder Einbrüche um -50 % keine Seltenheit sind. Beispielsweise sanken 2008 die Gehälter im Schnitt um

Tabelle 1: Vergütung pro Kopf im Überblick

Durchschnittliches Vorstandsgehalt in Mio. Euro	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Gesamtes Sample
Mittelwert	2,8	3,1	2,6	2,3	2,7	3,0	3,1	3,2	3,3	2,9
Minimum	1,1	1,2	0,9	0,6	0,6	0,6	1,3	1,5	1,3	0,6
Median	2,7	3,0	2,4	2,0	2,7	2,9	2,9	3,1	3,1	2,7
Maximum	7,1	7,6	9,1	5,6	4,6	8,8	6,3	7,1	7,5	9,1
Jährliches Wachstum	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Gesamtes Sample
Mittelwert	-	+16%	-11%	+7%	+28%	+14%	+11%	+5%	+5%	+9%
Minimum	-	-31%	-87%	-62%	-39%	-37%	-39%	-41%	-16%	-87%
Median	-	+13%	-21%	-18%	+14%	+2%	+3%	+2%	+2%	+2%
Maximum	-	+119%	+230%	+460%	+147%	+102%	+129%	+82%	+67%	+460%

Quelle: Geschäftsberichte



11 % nach (Median -21 %), bei einzelnen Unternehmen um bis zu -87 %. 2010 stiegen die Gehälter im Schnitt um +28 % (Median +14 %), teilweise verdoppelten sie sich sogar. Die Entwicklung im Jahr 2014 gab hingegen ein etwas ausgeglicheneres Bild ab, die Wachstumsraten lagen zwischen -16 % und +67 %, im Schnitt +5 % (Median +2 %).

Betrachtet man den gesamten Zeitraum seit 2006 so war bei den Vorständen der Volkswagen AG mit +16 % p.a. und der Beiersdorf AG mit +14 % p.a. das höchste Wachstum zu verzeichnen. Die Vorstände der Commerzbank AG (-10 % p.a.) und Adidas AG (-6 % p.a.) mussten langfristig betrachtet die größten Gehaltseinbußen hinnehmen.

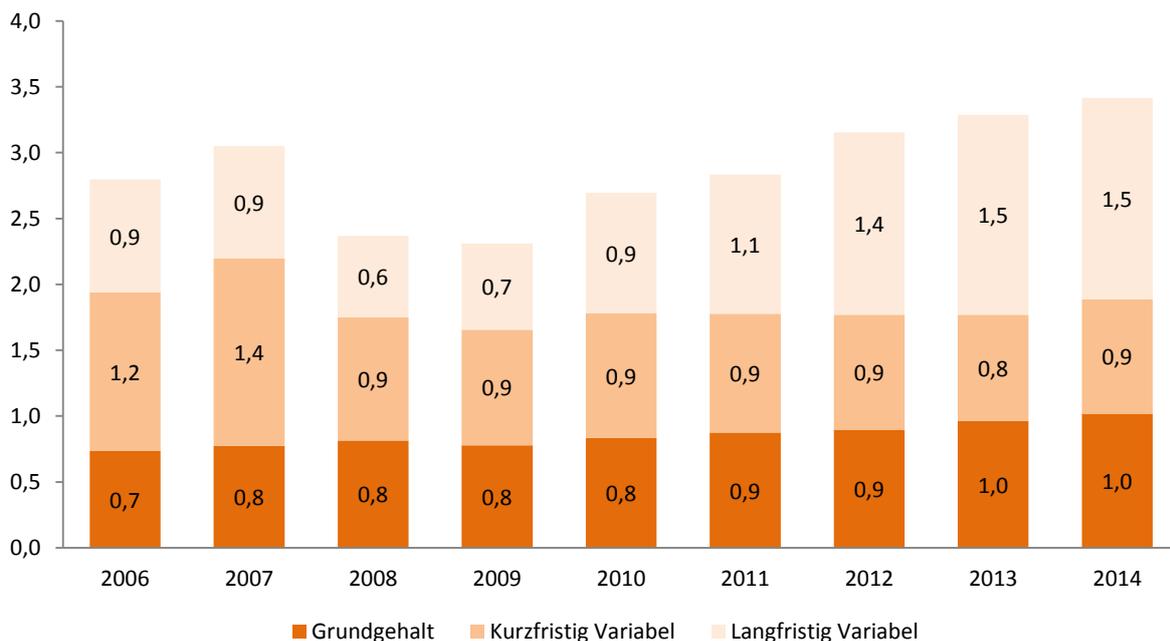
Vergleicht man die absoluten Beträge, so fällt die große Bandbreite auf. Topverdiener unter den DAX Vorständen waren im vergangenen Geschäftsjahr erneut die Vorstände der Volkswagen AG mit durchschnittlich 7,5 Mio. Euro pro Vorstandsmitglied. Die Vorstände der Merck

KGaA rangieren ebenso mit 5,9 Mio. Euro auf den vorderen Plätzen. Auf den hinteren Plätzen sind die Vorstände der Commerzbank AG (1,3 Mio. Euro), K+S (1,5 Mio. Euro) und der Deutschen Lufthansa AG (1,6 Mio. Euro) zu finden. Während der unternehmerische Erfolg einen Teil der Variation erklären soll, sind dennoch fundamentale Charakteristika, wie Unternehmensgröße und Branche, von wichtiger Bedeutung, denn mit der Größe eines Unternehmens wächst auch Verantwortung und Komplexität der Aufgabe. Misst man die Größe eines Unternehmens anhand des Umsatzes, so findet man unter den Topverdienern meist große Konzerne, während die kleineren Konzerne eher am unteren Ende der Bandbreite der Gehälter liegen.

Erfolgsabhängig und langfristig ausgelegt

Ein Blick in die Aufteilung des Gehalts des durchschnittlichen Vorstandsmitglieds in Abbildung 1 zeigt, dass der größte Teil der Vergütung auf die variable Komponente entfällt und diese wiederum langfristig ausgelegt ist.

Abbildung 1: Zusammensetzung der durchschnittlichen Vergütung pro Kopf in Mio. Euro



Quelle: Geschäftsberichte



Der erfolgsabhängige Anteil macht über den gesamten Untersuchungszeitraum hinweg den größten Teil der Vergütung aus. Im vergangenen Jahr entfielen 2,4 Mio. Euro bzw. 70 % auf die variable Komponente. Dieser Betrag teils sich in 0,9 Mio. Euro für die kurzfristige und 1,5 Mio. Euro für die langfristige Komponente auf. Die restlichen 1,0 Mio. Euro bzw. 30 % entsprachen dem Grundgehalt, ein Verhältnis von 2,4 zu 1. Bis 2007 entsprach die variable Komponente knapp dem 3-fachen der fixen Vergütung. Durch den Rückgang der variablen Komponente in der Finanzkrise sank das Verhältnis im Jahre 2009 bis auf 2 zu 1 und pendelte sich anschließend bei 2,4 zu 1 ein.

Von der erfolgsabhängigen Vergütung entsprachen 2014 knapp 60 % der lang- und 40 % der kurzfristigen Komponente, 1,5 zu 0,9 Mio. Euro. Über die letzten Jahre hinweg hat die langfristige Vergütungskomponente im Vergleich zur Höhe der kurzfristigen Komponente deutlich zugenommen. Aufgrund der langfristigeren Ausrichtung der Vorstandsvergütung nach 2009 ist zu erwarten, dass der Anteil der langfristigen Komponente zunimmt, auch ohne Verbesserung der erbrachten Leistung.

Kriterien sind entscheidend für die Incentivierung

Die Wahl der Kriterien ist für eine zielführende Incentivierung entscheidend. Ist der Vorstand bemüht sein eigenes Gehalt zu maximieren, so wird er vermehrt Schritte vornehmen, welche die im Vergütungsvertrag festgehaltenen Kennzahlen positiv beeinflussen. Werden Kriterien nicht gut gewählt, so kann es vorkommen, dass dem Vorstand Fehlanreize gesetzt werden und er nicht im Interesse der Shareholder agiert. Zu den Kriterien wird jeweils ein Zielwert vereinbart, welcher einer Zielerreichung von 100 % entspricht. Liegt der am Ende der Periode reali-

sierte Wert unter bzw. über dem Zielwert, so wird auch das Gehalt angepasst, wobei der maximal erreichbare Betrag begrenzt ist. Informationen zu den vereinbarten Zielwerten sind jedoch nur in seltenen Fällen verfügbar und es ist meist nicht ersichtlich, ob beispielsweise 110 % Zielerreichung auch 110 % Gehalt bedeuten.

Die von den DAX Unternehmen gewählten Kriterien können in 4 Kategorien aufgeteilt werden:

- marktwertbasierte Kriterien
- buchwertbasierte Kriterien
- qualitative Kriterien
- individuelle Ziele

Unter die Kategorie der marktwertbasierten Kriterien fallen der Aktienkurs und der Total Shareholder Return, absolut oder im Vergleich zu einer Benchmark. Unter buchwertbasierten Kriterien werden Kennzahlen, die mittels buchhalterischen Größen ermittelt werden, zusammengefasst. Qualitative Kriterien umfassen Kennzahlen, die auf qualitativen Faktoren wie bspw. Mitarbeiter- oder Kundenzufriedenheit fußen. Unter individuelle Ziele fallen Kriterien, die sich auf einzelne Vorstandsmitglieder beziehen und nicht weiter einsehbar sind. Es ist davon auszugehen, dass sich hierunter Kriterien der anderen Kategorien wiederfinden.

Die einzelnen Vergütungskriterien sind entweder der langfristigen oder der kurzfristigen Vergütung zuzuordnen, Tabelle 2 auf der nächsten Seite gibt einen Überblick. Die kurzfristige Vergütung wird von buchwertbasierten Kriterien dominiert. Im Jahr 2014 wurden pro Unternehmen im Schnitt 1,7 buchwertbasierte Kriterien zur Bestimmung des kurzfristigen Erfolgs herangezogen, am häufigsten kommen auf Buchwerte basierende Renditen und das EBIT vor. Buchwerte sind ein naheliegendes Maß für den kurzfristigen Erfolg, da sie sich meist nur auf das



Tabelle 2: Anzahl der Vergütungskriterien im Überblick

Kurzfristige Kriterien					
Jahr	Individuelle Ziele	Marktwertbasierte Kriterien	Buchwertbasierte Kriterien	Qualitative Kriterien	Summe
2014	0,6	0,0	1,7	0,3	2,6
2013	0,6	0,0	1,7	0,3	2,7
2012	0,6	0,0	1,6	0,2	2,5
2011	0,6	0,0	1,6	0,2	2,5
2010	0,5	0,0	1,4	0,3	2,3
2009	0,5	0,0	1,5	0,2	2,2
2008	0,5	0,0	1,4	0,1	2,1
2007	0,6	0,0	1,3	0,1	1,9
2006	0,6	0,0	1,2	0,1	1,8

Langfristige Kriterien					
Jahr	Individuelle Ziele	Marktwertbasierte Kriterien	Buchwertbasierte Kriterien	Qualitative Kriterien	Summe
2014	0,2	1,3	1,3	0,2	3,0
2013	0,1	1,3	1,2	0,2	2,9
2012	0,1	1,3	1,3	0,2	2,9
2011	0,1	1,3	1,2	0,2	2,8
2010	0,1	1,2	1,0	0,2	2,5
2009	0,1	1,3	0,5	0,0	1,9
2008	0,1	1,3	0,5	0,0	1,9
2007	0,1	1,3	0,5	0,0	1,8
2006	0,0	1,2	0,4	0,0	1,7

Quelle: Geschäftsberichte

aktuelle Geschäftsjahr beziehen. Individuelle Ziele haben ebenso einen hohen Stellenwert und sind bei gut jedem zweiten Unternehmen vorhanden. Qualitative Kriterien kamen 2014 bei jedem dritten Unternehmen vor, in 2006 jedoch fast gar nicht.

Bei der Bestimmung des langfristigen Erfolgs halten sich markt- und buchwertbasierte Kennzahlen mit jeweils 1,3 Kriterien pro Unternehmen in der Waage. Da die Auszahlung des Gehalts meist in Aktien oder Optionen bzw. einem entsprechenden Wertbetrag erfolgt, spielt die Entwicklung des Aktienmarktes langfristig die

dominante Rolle. Die Abhängigkeit der langfristigen Komponente von der Entwicklung des Aktienkurses soll die Interessensgleichheit von Aktionären und Anteilseignern stärken.

Historisch betrachtet hat sowohl die Anzahl der kurz- als auch der langfristigen Kriterien zugenommen. 2006 wurden noch 1,8 bzw. 1,7 Kriterien implementiert, 2014 waren es schon 2,6 bzw. 3,0 Kriterien pro Unternehmen. Die größten Veränderungen gab es in den Jahren 2010 und 2011, da durch das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung die Vergütung langfristiger ausgelegt und bei vielen Unter-



nehmen eine Einbehaltung der Tantiemen eingeführt wurde. Die hierfür verwendeten Kriterien basierten meist auf Buchwerten oder qualitativen Größen.

Die Veränderungen sind in der Regel auf die Aufnahme neuer Kriterien zurückzuführen, eine Abschaffung oder Umstellung der Kriterien kommt nur selten vor. Selbst bei signifikanten Wechseln in den Führungsetagen bleiben die der Vergütung zugrundeliegenden Kriterien erhalten, welches andeutet, dass die Kriterien vom Unternehmen vorgegeben werden und der Vorstand selbst bei der Wahl der Kriterien wenig Verhandlungsmacht hat. Somit ergibt sich trotz einigen Änderungen ein sehr homogenes Bild der Kriterien im Untersuchungszeitraum.

Wie ist die Wahl der Kriterien zu bewerten?

Die einzelnen Kriterien können auf vier verschiedene Dimensionen hin untersucht werden:

- Shareholder Value Relevanz
- Beobachtbarkeit für Dritte
- Beeinflussbarkeit
(Auswirkung der erbrachten Leistung)
- Gestaltungsspielraum
(Manipulierbarkeit im Rahmen der gesetzlichen Möglichkeiten)

Marktwertbasierte Kriterien sind für Dritte stets beobachtbar, geben dem Vorstand wenig Gestaltungsspielraum und stehen in einem direkten Zusammenhang mit dem Shareholder Value. Es stellt sich jedoch die Frage, ob der Vorstand sie auch bedeutend beeinflussen kann. Basiert die Vergütung rein auf dem Aktienkurs des Unternehmens, so ist dieser stark von der makroökonomischen Entwicklung abhängig, die nicht in der Macht des Vorstandes steht. Bei den marktwertbasierten langfristigen Kriterien wird daher in gut der Hälfte der Fälle die Performance auch im Vergleich zu einer Peer Group

gemessen. Dies hat den Vorteil, dass die Marktbewegungen unberücksichtigt bleiben und stärker auf den Teil abgezielt wird, auf den der Vorstand einen Einfluss hat.

Buchwertbasierte Größen geben ein anderes Bild wieder. Zwar sind Beobachtbarkeit und Beeinflussbarkeit meist in einem guten Maße gegeben, jedoch besteht das Problem des Gestaltungsspielraums. So kann beispielsweise die am häufigsten vorkommende Kennzahl EBIT durch Impairment-Tests und Wahlrecht bei Abschreibungsmethoden beeinflusst werden, ohne dass sich an der Leistung etwas geändert hat. Der Umsatz hingegen lässt sich zwar schwerer manipulieren, hier ist jedoch eine zeitliche Verschiebung möglich, um beispielsweise Umsätze jenseits des maximal erreichbaren Betrags auf das nächste Geschäftsjahr zu legen. Je weiter unten eine Gewinngröße in der Gewinn- und Verlustrechnung steht, desto mehr kann sie gezielt gesteuert werden. Bei den vorliegenden DAX Unternehmen bleibt weiterhin anzumerken, dass die Kennzahlen meist absolut und nicht im Vergleich zu einer Peer Group bewertet werden. Die Shareholder Value Relevanz hängt hingegen von der Kennzahl selbst ab.

Qualitative Kriterien sind für Außenstehende meist nicht beobachtbar, da sie häufig auf Faktoren beruhen, die nicht rein objektiv messbar sind. Zwar sind jene auch häufig zu einem großen Maße beeinflussbar, jedoch können die Resultate zu einem gewissen Grad frei gestaltet werden. Da individuelle Ziele in der Regel nicht einsehbar sind, ist eine Beobachtbarkeit für Dritte nicht gegeben, so dass keine Aussagen über Beeinflussbarkeit und Gestaltungsspielräume gemacht werden können.

In der Summe geben die Kriterien der kurzfristigen Vergütung zwar ein beeinflussbares jedoch auch manipulierbares und teils nicht



nachvollziehbares Bild ab. Für Außenstehende ist es nur schwer möglich zu bewerten, ob der Vorstand nach den gewählten Kriterien eine gute Leistung erbracht hat und aufgrund dessen entsprechend entlohnt wird. Bei den Kriterien der langfristigen Vergütung steht hingegen die Shareholder Value Relevanz im Vordergrund, jedoch gibt es auch hier Sorge um Beobachtbarkeit und den Gestaltungsspielraum. Daher bietet die Ausgestaltung der Vergütungskriterien bei den DAX Unternehmen einen erheblichen Spielraum bei der Festlegung des finalen Gehalts. Es existieren viele Kriterien, die für Dritte nicht Beobachtbar sind oder seitens des Managements gezielt gesteuert werden können, ohne dass sich die Performance oder Wert für den Shareholder verändert.

Dennoch ist der Freiraum nicht ausschließlich negativ zu bewerten. Nur weil Kriterien beobachtbar und frei von Manipulationsmöglichkeiten sind, heißt dies nicht, dass sie die Leistung des Vorstandes hinreichend wiedergeben können. Auch bei Rückgang des Shareholder Value ist es möglich, dass der Vorstand sehr gute Arbeit geleistet und das Unternehmen gut durch eine Krise geführt hat. Würde sich dies rein negativ auf sein Gehalt auswirken, so würden in Krisenzeiten finanzielle Anreize fehlen. Trotz des Gestaltungsfreiraums und der fehlenden Beobachtbarkeit individueller Ziele und qualitativer Kriterien können diese wichtige Instrumente darstellen, um die Interessen von Aktionären und Vorständen in Einklang zu bringen. Beispielsweise kann durch individuelle Ziele jedem Vorstandsmitglied ein zusätzliches Kriterium vorgeschrieben werden, welches den Erfolg des von ihm zu verantwortendem Bereichs misst. Problematisch bleibt jedoch, dass dies mit der aktuellen Transparenz nicht überprüft werden kann.

Performanceabhängigkeit der Vergütung

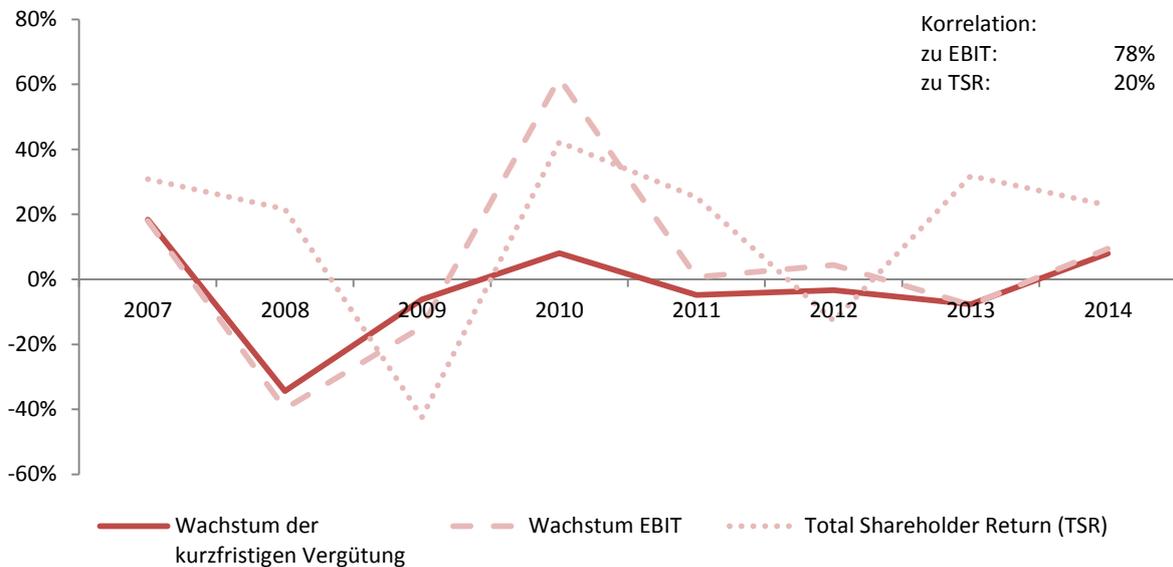
Vergleicht man Performance und Gehaltswachstum so stellt man fest, dass sowohl die kurzfristige als auch die langfristige Vergütungskomponente stärker von der Accounting-Performance als von der Aktienkurs-Performance abhängen. Abbildung 2a stellt das Wachstum der durchschnittlichen kurzfristigen Vergütung der Accounting- und der Aktienkurs-Performance gegenüber. Accounting-Performance wird durch das Wachstum des durchschnittlichen EBITs gemessen und Aktienkurs-Performance durch den durchschnittlichen Total Shareholder Return. Das Wachstum der kurzfristigen Vergütungskomponente hat eine Korrelation von 78 % mit dem EBIT-Wachstum jedoch nur 20 % mit den Total Shareholder Return. Für die langfristige Vergütungskomponente in Abbildung 2b ergibt sich ein ähnliches Bild. Die Abhängigkeit von der Accounting-Performance ist mit 76 % Korrelation deutlich ausgeprägt während zwischen dem Total Shareholder Return quasi keine Korrelation besteht.

Da bei der Beurteilung des kurzfristigen Erfolgs primär Buchwerte im Vordergrund stehen, ist das Ergebnis wenig überraschend. Hingegen wäre bei der langfristigen Vergütungskomponente eine stärkere Abhängigkeit von dem Aktienkurs zu erwarten gewesen. Problematisch ist allerdings, dass bei der langfristigen Komponente meist die anteilige Zuteilung bei 100%iger Zielerreichung berichtet wird, nicht jedoch der final gezahlte Betrag.

Abschließend bleibt festzuhalten, dass eine deutliche Abhängigkeit der Vergütung von der Entwicklung des Shareholder Values weder bei der kurz- noch bei der langfristigen Performance zu erkennen ist. Die Accounting-Performance hängt hingegen deutlich mit der Vergütung zusammen.



Abbildung 2a: Wachstum der kurzfristigen Vergütung und Performancegrößen in Prozent



Quelle: Geschäftsberichte und ThomsonReuters

Abbildung 2b: Wachstum der langfristigen Vergütung und Performancegrößen in Prozent



Quelle: Geschäftsberichte und ThomsonReuters

Fazit

Die Vergütungsberichte des letzten Geschäftsjahres geben detailliert Auskunft über die Höhe der Gehälter der DAX-Vorstände. Es wird ein guter Einblick in die Grundzüge des Vergütungssystems gegeben, jedoch fehlen entscheidende

Informationen, wie Zielvorgaben und Gewichtung der Kriterien. Es scheint eine ausgewogene Incentivierung vorzuliegen, jedoch wäre eine höhere Transparenz über die Festlegung der Gehälter wünschenswert.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2015 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG - Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Deutschland, Tel. +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autoren* Dr. Philipp Immenkötter und Henrik Paganetty; *Redaktionsschluss* 13. August 2015