



UNTERNEHMENSANALYSE 30/1/2017

Die Blackbox der Vorstandsvergütung

von PHILIPP IMMENKÖTTER

- Die Vergütungspraktiken der DAX-Konzerne sind äußerst intransparent. Von keinem einzigen Vorstand kann man die Entstehung des Gehalts vollständig nachvollziehen.
- Durch die hohe Intransparenz bleibt ungeklärt, ob die Vorstände zielführend incentiviert sind. Eine Überprüfung ist unmöglich.
- Der Vergütungsbericht von HeidelbergCement ist am transparentesten, die Berichte von Adidas, SAP und ProSiebenSat1 am undurchsichtigsten.

Während viel über Höhe und Angemessenheit von Vorstandsgehältern diskutiert wird, rückt die deutlich wichtigere Frage nach der Entstehung der Gehälter meist in den Hintergrund. Vor allem die Entstehung der erfolgsabhängigen Vergütung, welche bei den DAX Konzernen gut zwei Drittel der Gesamtvergütung ausmacht, sollte für Stakeholder von Interesse sein, da durch sie sichergestellt wird, dass der Vorstand in ihrem Interesse handelt.

Diese Studie beschäftigt sich mit der Frage, wie transparent die Entstehung der erfolgsabhängigen Vergütung der Vorstandsgehälter der DAX Konzerne ist. Die Entstehung ist transparent, wenn ausreichend Informationen vorliegen, dass ein Unternehmensexterner die Höhe der Gehälter nachvollziehen kann. Hierzu sind In-

formationen in den folgenden vier Dimensionen notwendig: Beobachtbarkeit der Performancekriterien, Bekanntgabe der vereinbarten Ziele, Gewichtung der Kriterien und Umsetzung von Zielerreichung in Gehalt (Pay-for-Performance Relation).

Die Transparenz der DAX-Vergütungsberichte ist ernüchternd. Es ist nicht möglich, die Entstehung auch nur eines einzigen DAX-Vorstandsgehalts nachzuvollziehen. Zwar sind die Performancekriterien angegeben, jedoch mangelt es häufig an deren Beobachtbarkeit und Informationen zur Gewichtung. Während man auf die Pay-for-Performance Relation häufig implizit schließen kann, ist die Informationslage zu den Zielwerten bedeutend schlechter. Kein Unternehmen legt die Zielwerte vollständig offen, bei



elf Konzernen fehlen sogar jegliche Informationen hierzu. Man kann keine Aussage dazu treffen, ob die Ziele für den Vorstand ambitioniert sind oder ob er sich gar nicht anstrengen muss, um diese zu erreichen. Auf Grund der Informationslage ist es nicht möglich, zu überprüfen, ob die Ausgestaltung der Vergütung sinnvoll ist. Der hohe Grad an Intransparenz lässt an einer zielgerichteten Ausgestaltung der Vorstandsvergütung jedoch zweifeln.

Die Intransparenz wird durch den zusätzlichen Ermessenspielraum des Aufsichtsrats bei der Festlegung der Vergütung noch weiter verstärkt. Zwar ist es sinnvoll, dem Aufsichtsrat die Möglichkeit zu geben, auf unerwartete Entwicklungen zu reagieren und außerordentliche Leistungen zu belohnen, jedoch schweigen die Konzerne gänzlich dazu, ob von dieser Option Gebrauch gemacht wurde oder nicht.

HeidelbergCement hat den transparentesten Vergütungsbericht gefolgt von BMW, Daimler, Henkel, Infineon Technologies, Siemens und ThyssenKrupp. Es fehlen nur vereinzelte Angaben, um die Entstehung der Gehälter nachvollziehen zu können.

Die maßgeblichen Anforderungen an die Offenlegung der Vorstandsvergütung entstammen dem Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK), der eine selbstaufgelegte Regulierung der Großkonzerne für gute Unternehmensführung darstellt. Die Intransparenz der Vorstandsvergütung zeigt typische Probleme bei der Ausgestaltung und Umsetzung von Selbstregulierungen auf.

Datengrundlage

Datengrundlage dieser Studie bilden die Vergütungsberichte der Geschäftsberichte der im November 2016 im DAX gelisteten Unterneh-

men. Die folgenden Auswertungen beziehen sich auf das Geschäftsjahr 2015. Die Ergebnisse für die Jahre 2011 bis 2014 sind weitestgehend identisch, so dass auf eine separate Darstellung verzichtet wird. Es wird ausschließlich die Offenlegung der erfolgsabhängigen Vergütung behandelt. Die Vorgaben hierzu werden durch das Aktiengesetz (AktG) und durch die Empfehlungen des DCGK geregelt.

Methodik zur Bewertung der Transparenz

Grundlage für die Analyse der Transparenz der Vorstandsvergütung ist die Frage, ob man mit Hilfe der im Vergütungsbericht angegebenen Informationen, die Entstehung der erfolgsabhängigen Vergütung nachvollziehen kann. Der „Erfolg“ des Vorstandes wird anhand von vorher festgelegten Performancekriterien gemessen. Die Ausprägung der Kriterien wird zum Ende einer Performanceperiode mit einem vorher vereinbarten Zielwert verglichen. Bei Erreichung des Zielwerts kommt es zur Auszahlung des Zielbetrags (100 %). Ein Über- oder Untertreffen kann die Vergütung entsprechend erhöhen bzw. verringern.

Um die Transparenz des Gehalts bewerten zu können, müssen Beobachtbarkeit, Zielwerte, Gewichtung und Pay-for-Performance Relation analysiert werden.

Nur wenn ein Performancekriterium **beobachtbar** ist und hinreichend konkretisiert wird, können Dritte die Zielerreichung nachvollziehen. Beispielsweise ist die Ausprägung des Kriteriums „Umsatzwachstum“ beobachtbar, des Kriteriums „Kundenzufriedenheit“ hingegen ohne weitere Angaben nicht. Ebenso können „individuelle Ziele“ und „qualitative Ziele“ eine zielgerichtete Incentivierung erbringen, was sich jedoch dahinter verbirgt, lässt sich nicht erschließen.



Tabelle 1: Bewertungsschema

Bewertung	Erklärung
0	keine Angaben
1	nur Informationen geringen Umfangs
2	zur Hälfte angegeben
3	viele Informationen, jedoch nicht vollständig
4	vollständig offengelegt

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute

Zu jedem Kriterium werden **Zielwerte** vereinbart, die einer 100 %-Zielerreichung entsprechen und zu einer Auszahlung des gewährten Betrags führen. Diese Zielwerte geben Auskunft darüber, wie ambitioniert die Zielsetzung ist und ob sich der Vorstand anstrengen muss, um diese zu erreichen. Demnach macht es einen großen Unterschied, ob bspw. 10 %, 5 % oder 1 % Umsatzwachstum als Ziel vereinbart wurden.

Werden mehrere Kriterien vereinbart, so stellt sich die Frage, wie die **Gewichtung** der Kriterien zueinander erfolgt, um die gesamte Zielerreichung zu berechnen. Sind beispielsweise „Umsatzwachstum“ und „Aktienkursrendite“ als Ziele festgehalten, ist von Interesse, ob diese gleichgewichtet werden oder ob nicht eine ungleiche Gewichtung, wie bspw. 30:70, erfolgt.

Die **Pay-for-Performance Relation** erteilt Auskunft darüber, wie sich die Zielerreichung in Gehalt umsetzt. Führt bspw. Umsatzwachstum von einem Prozent zu 1 %, 5 % oder 10 % mehr Gehalt?

Jeder der vier Faktoren wird für die erfolgsabhängigen Vergütungsprogramme auf einer Skala von 0 (keine Angaben) bis 4 (vollständig offengelegt) bewertet (siehe Tabelle 1). Der **Transparenz-Score** eines Unternehmens entspricht dem gleichgewichteten Mittelwert der vier Bewertungskriterien.

Ergebnisse

Als Investor ist es nicht möglich, auch ein nur Gehalt der 180 Personen in den Vorständen der DAX –Konzerne nachzuvollziehen, da kein Unternehmen eine Transparenz-Score von 4,0 (vollständig offengelegt) aufweist, wie in Tabelle 2 zu sehen ist. Der durchschnittliche Transparenz-Score beträgt 2,4, welches andeutet, dass im Schnitt nur etwas mehr als die Hälfte der benötigten Informationen zur Verfügung stehen, um die Entstehung der Vorstandsgehälter nachvollziehen zu können. Bei keinem der 30 DAX Unternehmen kann von einer transparenten Vorstandsvergütung gesprochen werden. Dieses Ergebnis hält nicht nur für das Geschäftsjahr 2015, sondern auch für alle vorherigen Jahre.

Am intransparentesten ist die Informationslage zu den Zielwerten. Kein Unternehmen legt diese vollständig offen und 11 Unternehmen verzichten gänzlich auf Angaben. Im Schnitt werden nur Informationen geringen Umfangs zu den vereinbarten Zielwerten angegeben (Durchschnittliche Bewertung 1,4).

Deutlich besser schaut es bei der Bewertung der Beobachtbarkeit der Kriterien aus. Bei 5 Unternehmen sind alle Kriterien beobachtbar, bei 15 weiteren immerhin zum größten Teil. Ein häufiger Grund für unvollständige Beobachtbarkeit



Tabelle 2: Transparenz der Vergütungsberichte

	Score	Beobachtbarkeit	Zielwerte	Gewichtung	Pay-for-Performance
Mittelwert aller Unternehmen	2,4	2,8	1,4	2,9	2,3
Häufigkeit					
0 (keine Angaben)		0	11	5	0
1		2	5	0	9
2		8	5	5	6
3		15	9	2	12
4 (vollst. offengelegt)		5	0	18	3
Unternehmen					
Adidas	1,0	3	0	0	1
Allianz	1,3	2	0	2	1
BASF	2,3	3	2	2	2
Bayer	1,5	3	1	0	2
Beiersdorf	2,8	2	2	4	3
BMW	3,3	3	3	4	3
Commerzbank	2,3	2	0	4	3
Continental	2,3	4	1	2	2
Daimler	3,3	2	3	4	4
Deutsche Bank	2,0	1	0	4	3
Deutsche Börse	3,0	3	2	4	3
Deutsche Lufthansa	2,8	3	2	4	2
Deutsche Post	1,5	3	0	0	3
Deutsche Telekom	2,3	2	0	4	3
E.ON	2,8	3	1	3	4
Fresenius	2,5	4	3	2	1
Fresenius Medical Care	2,3	3	3	2	1
HeidelbergCement	3,5	3	3	4	4
Henkel	3,3	3	3	4	3
Infineon Technologies	3,3	4	2	4	3
Linde	2,8	4	0	4	3
Merck	2,5	4	0	4	2
Munich Re	1,3	1	0	3	1
ProSiebenSat1	1,0	3	0	0	1
RWE	3,0	3	3	4	2
SAP	0,8	2	0	0	1
Siemens	3,3	3	3	4	3
ThyssenKrupp	3,3	3	3	4	3
Volkswagen	2,0	2	1	4	1
Vonovia	2,0	2	1	4	1

Quelle: Geschäftsberichte 2015, Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute.



sind „individuelle“ und „qualitative“ Ziele. Diese sind nicht per se als nachteilig zu betrachten (bspw. Kunden- oder Mitarbeiterzufriedenheit). Kritisch ist jedoch, wenn keine Informationen zur konkreten Umsetzung bereitgestellt werden, wie es meist der Fall ist.

Die Gewichtung der Kriterien ist im Vergleich mit den anderen drei Kriterien am transparentesten dargelegt. 18 Unternehmen legen diese vollständig offen. Lediglich Adidas, Bayer, Deutsche Post, ProSiebenSat1 und SAP schweigen hierzu gänzlich.

Die Pay-for-Performance Relation ist nur in wenigen Fällen explizit angegeben, jedoch ist hier die Offenlegung auch am kompliziertesten. Zwar lässt sich die Pay-for-Performance Relation in manchen Fällen implizit durch Beispiele erschließen, in den meisten Fällen gelingt dies jedoch nicht vollständig. Häufig wird ein Cap für die variable Vergütung angegeben, aber nicht gesagt, bei welcher Ausprägung der Zielerreichung dies erreicht ist. Beispielsweise orientiert sich bei der Deutschen Telekom die variable langfristige Vergütung (Variable II) unter anderem an dem bereinigten Ergebnis je Aktie. Eine Übererfüllung der Zielvorgaben bildet sich linear auf das Gehalt ab und ist auf 150% des zugeteilten Betrags begrenzt.¹ Hieraus lässt sich jedoch nicht erschließen, bei welchem Ergebnis je Aktie eine Zielerreichung von 150 % eintritt. Denkbar ist, dass 150 % des vereinbarten Zieles für das bereinigte Ergebnis je Aktie gemeint ist (bspw. 1,05 Euro je Aktie bei einem 100 %-Zielwert von 0,70 Euro je Aktie). Eindeutig ist dies jedoch nicht.

HeidelbergCement weist mit jeweils 3,5 den höchsten Transparenz-Score auf. In seinen drei Vergütungsprogrammen sind sechs verschiedene Kriterien implementiert, die bis auf „individuelle Ziele“ sowohl beobachtbar als auch hin-

reichend konkretisiert sind. Gewichtung und Pay-for-Performance Relation sind ebenso dargelegt, jedoch mangelt es auch hier an Informationen zu den Zielwerten. Die nächstbesten Unternehmen sind BMW, Daimler, Henkel, Infineon Technologies, Siemens und ThyssenKrupp, die jeweils einen Transparenz-Score von 3,25 aufweisen.

Dem Rating nach sind die intransparentesten Vergütungsberichte bei SAP (0,75), ProSiebenSat1 und Adidas (jeweils 1,0) zu finden. Die Unternehmen schweigen gänzlich zu Zielwerten und der Gewichtung. Auch die Beobachtbarkeit der Kriterien ist nie vollständig gegeben.

Ermessensspielraum des Aufsichtsrats

Zwar ist die Zielerreichung der Performancekriterien Grundlage für die erfolgsabhängige Vergütung, jedoch hat meist der Aufsichtsrat das letzte Wort bei der finalen Festlegung der Vergütung. Neben Kriterien wie „individuelle Leistung“ wird dem Aufsichtsrat in vielen Fällen explizit die Möglichkeit eingeräumt, die erfolgsabhängige Vergütung auch nach Feststellung der Zielerreichung zu verändern. Tabelle 3 gibt einen Überblick. In fast allen Vergütungsverträgen ist solch eine Option festgehalten. In den übrigen Fällen ist allerdings nicht klar, ob diese Option nicht existiert oder sie nicht offengelegt wurde.

Sonderboni, nachträgliche Leistungsanpassungen und Anpassung bei außergewöhnlichen Umständen sind die am häufigsten vorzufindenden Optionen. Falls eine außergewöhnliche Entwicklung ein Performancekriterium bedeutend beeinflusst, der Vorstand jedoch keine Möglichkeit hat entgegenzusteuern und er sich die Entwicklung auch nicht zu Schulden kommen lassen hat, macht solch eine Option Sinn, um nicht die ursprünglich beabsichtigte Incentivierung auszuhebeln.

¹ Siehe Geschäftsbericht Deutsche Telekom (2015), S.144.



Tabelle3: Zusätzlicher Ermessenspielraum des Aufsichtsrats

Unternehmen	Zusätzlicher Ermessenspielraum des Aufsichtsrats
Adidas	kann entgegen der Planung entscheiden
Allianz	-
BASF	individuelle Komponente
Bayer	-
Beiersdorf	Sondereffekte, Inflationsbereinigung, +/- 20 %
BMW	Anpassung bei außergewöhnlichen Umständen
Commerzbank	Nachträgliche Leistungsanpassung
Continental	Sonderbonus, bei außergewöhnlichen Entwicklungen +/- 20 %
Daimler	-
Deutsche Bank	Begrenzung bei außergewöhnlicher Entwicklung
Deutsche Börse	Korrektur um außergewöhnliche Einmaleffekte
Deutsche Lufthansa	Sonderbonus bei außerordentlichen exogenen Einflüssen
Deutsche Post	Sonderbonus, Begrenzung bei außerordentlicher Entwicklung
Deutsche Telekom	Sonderbonus
E.ON	Bereinigung um außerordentliche Entwicklungen
Fresenius	Sonderbonus für besondere Leistungen
Fresenius Medical Care	Sonderbonus, Begrenzungsmöglichkeit bei außerordentlichen Entwicklungen
HeidelbergCement	Ermessenspielraum um +/-25 %
Henkel	Sonderbonus bei besonderen Leistungen
Infineon Technologies	Bei besonderen Entwicklungen +/-50 %, Sonderbonus i.H.v. bis zu 30 % des Fixums
Linde	kann durch eine individuelle Leistungskomponente modifiziert werden, +/- 20 %
Merck	Berücksichtigung außerordentlicher Einflüsse
Munich Re	-
ProSiebenSat1	Bei außergewöhnlichen Entwicklungen +/- 25 %
RWE	-
SAP	Korrektur bei außergewöhnlichen, nicht vorhersehbaren Ereignissen
Siemens	Zielerreichung +/-20 %
ThyssenKrupp	Zielerreichung +/-20 %
Volkswagen	Anpassungsfaktor bis zu +50 %
Vonovia	-

Quelle: Geschäftsberichte 2015.

So gut wie kein Unternehmen gibt Auskunft darüber, ob von dem zusätzlichen Ermessenspielraum des Aufsichtsrats Gebrauch gemacht wurde. Dies bedeutet zusätzliche Intransparenz bei der Entstehung der Gehälter. Es ist also nicht auszuschließen, dass der Ermessenspielraum zur Aushebelung der Incentivierung beiträgt.

Intransparent gleich schlecht incentiviert?

Geht eine intransparente Vergütung automatisch mit einer schlechten Incentivierung einher? Sicherlich ist dies erstmals zu verneinen,

jedoch muss man sich fragen, warum die Entstehung des Gehaltes nicht vollständig offengelegt wird, wenn sie auch aus Sicht der Stakeholder zielführend ist.

Verschiedene Gründe sind denkbar bei denen eine vollständige Offenlegung für das Management von Nachteil wäre. Sind bspw. die Zielwerte bekannt, so lässt sich ein Urteil darüber fällen, wie ambitioniert die Zielsetzung ist. Muss der Vorstand sich anstrengen, um den Zielwert von 100 % zu erreichen und wie schwer wird es, die maximale Vergütung zu erreichen? Auch eine nachträgliche Herabsetzung der Zielwerte



müsste so stets kommentiert und gerechtfertigt werden. Zudem könnten Quervergleiche mit den Zielvorgaben der unteren Managementebenen gezogen werden, wodurch abweichende Vorgaben auffallen würden.

Anhand der Informationslage lässt sich nicht schließen, ob die monetäre Incentivierung des Vorstands im Einklang mit den Interessen der Stakeholdergruppen steht. Der hohe Grad an Intransparenz lässt daher an einer zielgerichteten Incentivierung zweifeln.

Das Beispiel von HeidelbergCement zeigt, dass nicht übermäßig viel Platz im Geschäftsbericht notwendig ist, um ein hohes Maß an Transparenz zu erreichen. Der HeidelbergCement Vergütungsbericht liegt mit einem Umfang von 13 Seiten genau im Schnitt der Länge der Vergütungsberichte der DAX Konzerne.

Transparenz und Vergütungshöhe

Führt nun Intransparenz zu höheren und ggf. unangemessenen Vorstandsgehältern? Wenn Intransparenz von Unternehmensseite dazu genutzt wird, höhere Gehälter zu zahlen, müsste sich dies im Verhältnis von zugeflossenen und gewährten Beträgen zeigen. Im Vergleich zweier Unternehmen mit identischer Zielerreichung sollte der These zur Folge das Unternehmen mit der intransparenteren Vergütung ceteris paribus ein höheres Verhältnis von Zufluss und Gewährung aufweisen.

Bei der aktuellen Informationslage ist es leider nicht möglich, den Vergleich zu ziehen. Zufluss und Gewährung können durch die Mustertabellen des DCGK separat betrachtet werden, welche jedoch erst seit dem Geschäftsjahr 2014 verfügbar sind. Bspw. muss eine in 2014 gewährte Vergütung mit einer Performanceperiode von 4 Jahren mit dem Zufluss des Jahres 2018 verglichen werden. Des Weiteren sind die Mustertabellen eine freiwillige Angabe; BMW und Merck verzichten darauf. Vor 2014 sind für die meisten Unternehmen DRS 17 Tabellen (Empfehlung des Deutschen Rechnungslegungsstandards) verfügbar, welche jedoch keinen Vergleich von Gewährung und Zufluss ermöglichen.

Fazit

Es kristallisiert sich ein ernüchterndes Bild heraus. Es ist nicht möglich, die Entstehung auch nur eines einzigen DAX-Vorstandsgehalts vollständig nachzuvollziehen. Aus Sicht aller Stakeholder ist ein höheres Maß an Transparenz wünschenswert. Auch der Vorstand könnte hiervon profitieren, da die Basis für eine sachliche Debatte über die Angemessenheit der Vorstandsvergütung geschaffen werden würde.



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

© 2017 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +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; *Autor* Dr. Philipp Immenkötter; *Redaktionsschluss* 30. Januar 2017