Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

UNTERNEHMENSANALYSE 19/7/2017

Mit verdeckten Karten: Vorstandsvergütung im DAX

von PHILIPP IMMENKÖTTER

- Die DAX-Konzerne lassen sich bei der Festlegung der Vorstandsgehälter nicht in die Karten schauen. Es ist nicht möglich auch nur ein einziges Vorstandsgehalt nachzuvollziehen.
- Zwar werden Performancekriterien angegeben, jedoch bleiben Stakeholder über Zielwerte, Gewichtung und Pay-for-Performance meist im Dunkeln.
- In unserem Transparenz-Rating hat Fresenius Medical Care die transparenteste Vergütung, Adidas, Deutsche Bank und ProSiebenSat1 berichten hingegen am undurchsichtigsten.

Nicht „wieviel“ sondern „warum“ muss gefragt werden, wenn man die Vergütung von Top-Managern in Deutschland analysiert. Transparenz in der Entstehung der Gehälter ist essentiell, um eine Diskussion über die Angemessenheit der Vorstandsvergütung zu führen. Das „warum“ ist durch das Vergütungssystem des Unternehmens bestimmt, über welches der Vergütungsbericht als Teil des Geschäftsberichts Auskunft geben muss. Leider reichen die Vorgaben des Gesetzgebers nicht sonderlich weit und können bereits mit rudimentären Angaben erfüllt werden. Es stellt sich daher die Frage, wie weit sich die deutschen Großkonzerne in die Karten schauen lassen und welchen Einblick sie den Stakeholdern in Ihre Vergütungsstrukturen gewähren.

In dieser Studie bewerten wir die Transparenz der Vergütungsberichte 2016 der DAX-Konzerne und vergeben für jeden Vergütungsbericht einen Transparenz-Score. Hierfür analysieren wir die Informationslage zu den folgenden vier Dimensionen: Beobachtbarkeit der Performancekriterien, Bekanntgabe der vereinbarten Ziele, Gewichtung der Kriterien und Umsetzung von Zielerreichung in Gehalt (Pay-for-Performance Relation). Nur wenn in allen vier Dimensionen ausreichend Informationen zur Verfügung gestellt werden, können Stakeholder die Entstehung der Vorstandsgehälter nachvollziehen.

Unsere Ergebnisse zeigen, dass die Entstehung der Gehälter der DAX-Vorstände äußerst intransparent ist und von Stakeholdern nicht

nachvollzogen werden kann. Zwar werden die Performancekriterien benannt, jedoch wird kaum Auskunft über die konkreten Ziele (bspw. Umsatzwachstum +5 %) gegeben. Für Außenstehende ist nicht einsehbar, ob sich der Vorstand zur Erreichung der Ziele anstrengen muss und ob die Ziele auch mit den Planwerten der Unternehmenssteuerung übereinstimmen. Es ist nicht auszuschließen, dass für den Vorstand andere Zielwerte als für den Rest der Belegschaft gelten. Am besten ist hingegen die Transparenz bezüglich der Gewichtung. Nur zwei Konzerne verschweigen jegliche Informationen, 18 geben diese vollständig an.

Am transparentesten ist die Vorstandsvergütung der Fresenius Medical Care. Es fehlt nur eine Detailinformation, um die Entstehung der Gehälter nachvollziehen zu können. Ein ähnlich hohes Maß an Transparenz ist bei der Deutschen Börse und HeidelbergCement vorzufinden.

Adidas, ProSiebenSat1 und die Deutsche Bank teilen sich den letzten Platz und geben am wenigsten Informationen zur Vorstandsvergütung des Geschäftsjahres 2016 preis. Während bei der Deutschen Bank dies der Umstellung des Vergütungssystems geschuldet ist, hüllen sich Adidas und ProSiebenSat1 bzgl. Zielwerte und Gewichtung gänzlich in Schweigen. Auch zur Pay-for-Performance sind nur rudimentäre Informationen zu finden.

Eine Verbesserung hat sich nicht eingestellt. Im Vergleich zu den Vergütungsberichten des Jahres 2015, ist die Transparenz in den aktuellen Berichten marginal gesunken. Drei Konzerne (Bayer, Deutsche Bank und RWE) geben nun deutlich weniger Informationen preis, während drei weitere (Deutsche Börse, Fresenius Medical Care und SAP) die Informationsdichte leicht erhöht haben.

Die Entstehung der jüngst an die DAX-Vorstände ausgezahlten Boni bleibt ein Mysterium. Die Konzerne lassen sich nicht in die Karten gucken, wie die Bewertung der Leistung des Vorstands vonstatten geht. Sonderlich förderlich zur Vertrauensbildung gegenüber den Stakeholdern ist dies nicht. Da Selbstregulierung (Deutscher Corporate Governance Kodex) und Einmischung des Gesetzgebers (HGB, AktG) offenbar keine effektiven Maßnahmen darstellen, um Transparenz zu erwirken, liegt der Ball nun bei den Aktionäre. Intransparente Vergütungspraktiken führen zu Unklarheit über die finanzielle Anreizsetzung. Für Shareholder ist dies von bedeutendem Nachteil, da sie nicht wissen, wie zielstrebig und in welche Richtung ein Unternehmen gesteuert wird. Bei einer Unternehmensbewertung müsste dies gegebenenfalls mit einem Abschlag berücksichtigt werden.

Datengrundlage

Datengrundlage dieser Studie bilden die Vergütungsberichte der Geschäftsberichte 2011 bis 2016 der im Juli 2017 im DAX gelisteten Unternehmen. Die folgenden Auswertungen sind eine Fortführung unserer Studien zur Transparenz der Vorstandsvergütung zu den Geschäftsjahren 2014 und 2015.[1] Es wird ausschließlich die Offenlegung der Entstehung erfolgsabhängigen Vergütung im Vergütungsbericht der Geschäftsberichte behandelt, die tatsächliche Höhe der Vergütung ist nicht Fokus dieser Studie. Die Vorgaben zur Offenlegung des Vergütungssystems werden durch das Aktiengesetz (AktG), das Handelsgesetzbuch (HGB) und durch die Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) geregelt. Die bzgl. der Offenlegung des Vergütungssystems weitrei-

[1] Siehe hierzu Immenkötter und Paganetty (2015): „Wie transparent sind Vorstandsgehälter?“ *Flossbach von Storch Research Institute* sowie Immenkötter (2017): „Die Blackbox der Vorstandsvergütung“ *Flossbach von Storch Research Institute, www.fvs-ri.com*.

chendste Passage ist im DCGK vorzufinden, der empfiehlt „die Grundzüge des Vergütungssystems“ in „allgemein verständlicher Form“ offenzulegen.[2]

Im Schnitt besitzt ein DAX-Konzern drei erfolgsabhängige Vergütungsprogramme. Hierunter befindet sich meist ein kurzfristiges Programm (Short-term Incentive, STI), welches sich auf den unternehmerischen Erfolg eines Geschäftsjahres bezieht. Der verdiente Betrag wird meist nicht vollständig ausgezahlt, sondern wird zu Teilen in virtuelle Aktien investiert. Dieses sogenannte Deferral stellt das zweite Programm dar, welches im Schnitt nach zwei bis drei Jahren zur Auszahlung kommt. Je nach Entwicklung des Aktienkurses und weiterer Performancekriterien kann sich der Betrag vermehren oder reduzieren. Als drittes verfügen die Unternehmen über ein langfristiges Vergütungsprogramm (Long-term Incentive, LTI), welches im Schnitt erst nach fünf Jahren zu einer Auszahlung führt. Häufig ist die relative oder absolute Entwicklung des Aktienkurses neben weiteren Performancekriterien für die Höhe der letztendlichen Auszahlung entscheidend. Zu den verschiedenen Vergütungsprogrammen werden im Schnitt sieben verschiedene Performancekriterien vereinbart.

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 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 benannt und hinreichend konkretisiert wird, sowie beobachtbar ist, können Dritte die Zielerreichung nachvollziehen. Beispielsweise ist die Ausprägung des Kriteriums „Umsatzwachstum“ hinreichend konkretisiert und beobachtbar, das Kriterium „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. Im Folgenden werden Benennung, Konkretisierung und Beobachtbarkeit unter dem Stichwort **Beobachtbarkeit** zusammengefasst.

Zu jedem Kriterium werden **Zielwerte** vereinbart, die einer 100 %-Zielerreichung entsprechen und zu einer Auszahlung des gewährten Betrags führen. Die 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.

[2] Siehe § 4.2.5 DCGK in der Fassung vom 07.02.2017.

Tabelle 1: Bewertungsschema

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

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Stand 2017.

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

Jeder der vier Faktoren Beobachtbarkeit, Zielwerte, Gewichtung und Pay-for-Performance Relation 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.

Transparenz in den Vergütungsberichten 2016

Kein einziges Gehalt der rund 180 DAX-Vorstandsmitglieder lässt sich anhand der Vergütungsberichte vollständig nachvollziehen. Auf einer Skala von 0 bis 5 beträgt der durchschnittliche Transparenz-Score für die DAX-Konzerne 2,4 (siehe Tabelle 2 auf der nächsten Seite). Im Schnitt wird nur rund die Hälfte der Informationen bereitgestellt, welche notwendig wären, um die Entstehung der Gehälter erklären zu können.

Am besten ist die Informationslage bezüglich der Gewichtung der Performancekriterien. In 18 der 30 betrachteten Vergütungsberichte werden vollständige Angaben über die Gewichtung gemacht. Lediglich ProSiebenSat1 und Adidas hüllen sich zu diesem Punkt in Schweigen.

Die Performancekriterien sind in nur 5 Fällen vollständig für alle Stakeholder beobachtbar. Die größte Einschränkung stellen in der Regel nicht weiter aufgeführte individuelle oder qualitative Kriterien dar, deren Überprüfung unmöglich ist, wodurch aber dennoch eine zielgerichtete Incentivierung erreicht werden kann.

Die Pay-for-Performance Relation ist in nur 4 Fällen vollständig angegeben, in 11 Fällen immer hin zu einem bedeutenden Anteil. Am häufigsten werden Angaben zu oberen und unteren Grenzen der relativen Zielerreichung gemacht, nicht aber gesagt, wann diese erreicht sind.

Am schlechtesten ist die Informationslage zu den konkreten Zielvorgaben der jeweiligen Kriterien. Nur in einem Fall (Fresenius Medical Care) sind diese vollständig offengelegt, in 11 Fällen werden gar keine Informationen preisgegeben. Dieses Defizit ist ursächlich für die Intransparenz der Vorstandsvergütung. Wenn über die Höhe der Zielvorgaben geschwiegen wird, ist nicht klar wie stark die Incentivierung ist. Denkbar ist auch, dass die Zielvorgaben der Managementvergütung nicht mit dem Plan- und Budget-Szenarien übereinstimmen. RWE gibt hier einen tieferen Einblick. Bis 2015 war der Zielwert für das Kriterium „bereinigtes EBIT“ der

Tabelle 2: Transparenz der Vergütungsberichte 2017

		Score	Beobachtbarkeit	Zielwerte	Gewichtung	Pay-for-Performance
DAX (Durchschnitt)		2,38	2,70	1,40	3,10	2,33
Häufigkeit						
0 (keine Angaben)			0	11	2	0
1			2	6	1	9
2			10	4	7	6
3			13	8	2	11
4 (vollst. offengelegt)			5	1	18	4
Rang	**Unternehmen**					
1	Fresenius Medical Care	3,8	4	4	4	3
2	Deutsche Börse	3,5	3	3	4	4
-	HeidelbergCement	3,5	3	3	4	4
4	BMW	3,3	3	3	4	3
-	Daimler	3,3	2	3	4	4
-	Henkel	3,3	3	3	4	3
-	Infineon Technologies	3,3	4	2	4	3
-	Siemens	3,3	3	3	4	3
-	ThyssenKrupp	3,3	3	3	4	3
10	E.ON	3,0	3	1	4	4
11	Deutsche Lufthansa	2,8	3	2	4	2
12	Fresenius	2,5	4	3	2	1
-	Linde	2,5	3	0	4	3
-	Merck	2,5	4	0	4	2
15	BASF	2,3	3	2	2	2
-	Beiersdorf	2,3	2	2	2	3
-	Commerzbank	2,3	2	0	4	3
-	Continental	2,3	4	1	2	2
-	Deutsche Telekom	2,3	2	0	4	3
20	Deutsche Post	2,0	3	0	2	3
-	RWE	2,0	2	0	4	2
-	Volkswagen	2,0	2	1	4	1
-	Vonovia	2,0	2	1	4	1
24	SAP	1,8	2	1	2	2
25	Bayer	1,5	2	0	3	1
26	Allianz	1,3	2	0	2	1
-	Munich Re	1,3	1	0	3	1
28	Adidas	1,0	3	0	0	1
-	Deutsche Bank	1,0	1	1	1	1
-	ProSiebenSat1	1,0	3	0	0	1

Quelle: Geschäftsberichte 2016, Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute.

„Planwert“. Seit 2016 wird das Ziel jedoch nun „unabhängig vom Planwert“ festgelegt.[3] Ob die Ziele für den Vorstand nun ambitionierter sind, wird nicht konkretisiert.

Am transparentesten wird das Gehalt bei Fresenius Medical Care dargestellt. Es wurden sieben verschiedene Kriterien vereinbart, die allesamt beobachtbar sind. Ebenso sind deren Gewichtung zueinander und die jeweiligen Zielvorgaben bekannt. Lediglich die Pay-for-Performance ist nur zu Teilen angegeben. Beispielsweise fließt das Kriterium „Wachstum des Konzernergebnisses“ mit einem Gewicht von 80 % in die Zielerreichung ein. Ein Wachstum von 8 % entspricht einer 100 % Zielerreichung. Das Maximum von 120 % Zielerreichung ist bei einem Wachstum von 10 % erreicht, welches folglich zu einem Faktor von 1,2 führt, mit dem das gewährte Gehalt multipliziert werden würde. Allerdings verrät der Vergütungsbericht weiter, dass noch ein „weiterer fester Multiplikator“ existiert mit dem die Zielerreichung zusätzlich multipliziert wird. Wie groß diese Multiplikator ist, wird nicht bekannt gegeben.[4]

Zwar fehlt bei Fresenius Medical Care mit dem Multiplikator ein kleines wichtiges Detail, jedoch gibt kein anderer Konzern so viele Informationen zu den Vergütungsstrukturen preis. Auf Platz zwei im Ranking der Vergütungstransparenz folgen die Deutsche Börse und HeidelbergCement, welche beide eine sehr hohe Informationsdichte ausweisen, jedoch nicht alle Zielvorgaben preisgeben.

Den letzten Platz teilen sich Adidas, die Deutsche Bank und ProSiebenSat1. Adidas und ProSiebenSat1 schweigen gänzlich zu Zielwerten und Gewichtung und machen auch nur spärlich Angaben zur Pay-for-Performance. Die Deutsche Bank hingegen konzentriert sich in ihrem Vergütungsbericht zu dem Geschäftsjahr 2016 weniger auf die Angaben zu abgelaufenem Geschäftsjahr, sondern primär auf die anstehende Veränderung der Vergütungsstruktur. Daher spart sie mit Informationen zur Entstehung der aktuellen Gehälter, welche jedoch mit einem etwas höheren Detailierungsgrad im Vergütungsbericht zum Geschäftsjahr 2015 zu finden sind.

Veränderung im Vergleich zum Vorjahr

Im Vergleich der Jahre 2015 und 2016 ergeben sich kaum Veränderungen in der Transparenz der Vergütungsberichte (siehe Tabelle 3 auf der nächsten Seite). Der durchschnittliche Transparenz-Score fällt kaum merklich von 2,43 auf 2,38. Alle vier Kategorien weisen leichte Rückgänge auf. Ursächlich hierfür ist, dass es nur bei sechs Unternehmen Veränderungen in der Transparenz der Vergütungsberichte gibt. Bei der Deutschen Börse, Fresenius Medical Care und SAP verbessert sich die Informationslage während bei Bayer, der Deutschen Bank und RWE in diesem Jahr weniger Informationen als noch zuvor bereitgestellt werden.

Bayer stellt zum Geschäftsjahr 2016 im Zuge der Umstellung der langfristig variablen Vorstandsvergütung nun weniger Informationen zu der Gewichtung und der Pay-for-Performance bereit (Score 1,5 in 2016 im Vergleich zu 2,3 in 2015). Bei der Deutschen Bank ist der Grund für den Informationsrückgang (von 2,0 auf 1,0) ebenfalls wie oben beschrieben in der Umstellung des Vergütungssystems zu suchen.

Während RWE in 2015 mit 3,3 den drittbesten Transparenz-Score aufwies, fällt der Score für das Geschäftsjahr 2016 deutlich schlechter aus.

[3] Siehe RWE Geschäftsbericht 2016, S.65, sowie Geschäftsbericht 2015, S.71.
[4] Siehe Fresenius Medical Care Geschäftsbericht 2016, S.120.

Tabelle 3: Entwicklung der Transparenz von 2011 bis 2016

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DAX	**2,25**	**2,32** ↑	**2,29** ↓	**2,33** ↑	**2,43** ↑	**2,38** ↓
Beobachtbarkeit	2,72	2,83 ↑	2,67 ↓	2,70 ↑	2,74 ↑	2,70 ↓
Zielwerte	1,24	1,31 ↑	1,33 ↑	1,37 ↑	1,45 ↑	1,40 ↓
Gewichtung	2,72	2,79 ↑	2,87 ↑	2,90 ↑	3,13 ↑	3,10 ↓
Pay-for-Performance	2,31	2,34 ↑	2,30 ↓	2,33 ↑	2,45 ↑	2,33 ↓
Entwicklung einzelner Unternehmen						
Adidas	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Allianz	1,5	1,5	1,3 ↓	1,3	1,3	1,3
BASF	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Bayer	1,0	2,3 ↑	2,3	2,3	2,3	1,5 ↓
Beiersdorf	2,5	2,5	2,3 ↓	2,3	2,3	2,3
BMW	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Commerzbank	2,5	2,5	2,5	2,5	2,3 ↓	2,3
Continental	1,5	1,5	1,5	2,3 ↑	2,3	2,3
Daimler	3,5	3,3 ↓	3,3	3,3	3,3	3,3
Deutsche Bank	1,5	2,0 ↑	2,0	2,0	2,0	1,0 ↓
Deutsche Börse	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,5 ↑
Deutsche Lufthansa	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Deutsche Post	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Deutsche Telekom	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
E.ON	3,5	3,5	3,0 ↓	3,0	3,0	3,0
Fresenius	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Fresenius Medical Care	2,8	2,8	2,3 ↓	2,3	3,5 ↑	3,8 ↑
HeidelbergCement	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Henkel	1,5	1,5	1,5	1,5	3,3 ↑	3,3
Infineon Technologies	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Linde	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Merck	2,3	2,5 ↑	2,5	2,5	2,5	2,5
Munich Re	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
ProSiebenSat1	1,0	1,3 ↑	1,3	1,3	1,0 ↓	1,0
RWE	2,0	2,0	2,8 ↑	3,3 ↑	3,3	2,0 ↓
SAP	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,8 ↑
Siemens	3,3	3,3	3,3	3,0 ↓	3,3 ↑	3,3
ThyssenKrupp	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Volkswagen	1,5	1,5	1,5	1,5	2,0 ↑	2,0
Vonovia	-	-	2,3	2,3	2,0 ↓	2,0

Quelle: Geschäftsberichte 2011 bis 2016, Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute.

Auf Grund nun fehlender Informationen zu den Zielwerte und einer schlechteren Informationslage zur Pay-for-Performance beträgt der Transparenz-Score aktuell 2,0 und liegt damit unter dem DAX-Durchschnitt.

Die Deutsche Börse hat von 2015 auf 2016 die bereits hohe Transparenz noch zusätzlich verbessert (von 3,0 auf 3,5). Besonders im Punkto Pay-for-Performance sind weitere Informationen hinzugekommen, so dass diese nun vollständig offen gelegt ist. Auch Fresenius Medical Care hat die bereits sehr gute Informationslage verbessert (von 3,5 auf 3,8). Hier ist dies vor allem auf eine erhöhte Beobachtbarkeit der Faktoren zurückzuführen.

Während SAP in 2015 den letzten Rang belegte und kaum mehr Informationen als die Kriterien selbst bereitstellte, sind im aktuellen Vergütungsbericht nun Informationen zu den Zielwerte, der Gewichtung und der Pay-for-Performance zu finden. Der Transparenz-Score von SAP steigt daher von vormals 0,8 auf 1,8 – der höchste Anstieg aller DAX-Konzerne in 2016 aber weiterhin unterhalb des Mittelwerts.

Fazit

Die DAX-Konzerne tun sich mit ihren Vergütungsberichten keinen Gefallen. Sie berichten ausführlich über die Höhe der Vergütung, hüllen sich aber bei der viel wichtigeren Frage nach der Entstehung der Gehälter in Schweigen. Für eine öffentliche Diskussion um die Angemessenheit der Vorstandsvergütung in Deutschland bilden jedoch diese Informationen das Grundgerüst. Da es keine weitreichenden Gesetze zur Offenlegung der Vorstandsvergütung in Deutschland gibt und die Selbstregulierung durch den Deutschen Corporate Governance Kodex ebenfalls kaum Wirkung zeigt, könnten wohl nur noch die Aktionäre ein Umdenken herbeiführen und die Konzerne zu einem höheren Maß an Transparenz bewegen.

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* 19. Juli 2017