



Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE

UNTERNEHMEN 03/12/2018

# Vergütung weiterhin intransparent

von PHILIPP IMMENKÖTTER

## Zusammenfassung

Die Transparenz der Vorstandsvergütung in Deutschland ist ernüchternd. Es fehlen zahlreiche Angaben, um die Gehälter und finanziellen Anreize der Vorstände verstehen zu können. Immerhin hat sich die Transparenz im Vergleich zum Vorjahr leicht verbessert, viele relevante Details sind jedoch weiterhin unklar. Nur Covestro und Wirecard legen ihr Vergütungssystem vollständig offen.

## Abstract

The transparency of executive compensation in Germany is disappointing. Numerous details are lacking in order to be able to understand executive salaries and their financial incentives. In comparison to the previous year, transparency has improved slightly, but many relevant details remain unclear. Only Covestro and Wirecard disclose their remuneration systems completely.



*Nicht nach der Höhe,  
sondern nach der  
Entstehung der  
Gehälter muss ge-  
fragt werden.*

Die Höhe und Angemessenheit der Vorstandsvergütung deutscher Großkonzerne ist stets ein gern diskutiertes Thema und erregt sowohl in Fachausschüssen als auch an Stammtischen die Gemüter. Erstaunlich ist dabei, dass viel zu selten über die Entstehung der Gehälter diskutiert wird, obwohl sie die entscheidende Grundlage für eine objektiv geführte Diskussion bildet. Ohne die Funktionsweise der Vergütungssysteme zu kennen, lässt sich schwer über Höhe und Angemessenheit diskutieren.

In dieser Studie werden die Vergütungsberichte der DAX-Konzerne detailliert auf ihre Transparenz hin durchleuchtet und die Ergebnisse in einem Transparenzrating gegenübergestellt.

*Vergütungsberichte  
der DAX-Konzerne  
sind intransparent.*

Das sich abzeichnende Bild ist – wie auch in den vergangenen Geschäftsjahren – ernüchternd. Die in den Vergütungsberichten der DAX-Konzerne zum Geschäftsjahr 2017 angegebenen Informationen sind meist intransparent und unvollständig. Zwar werden die Kriterien, anhand derer die Höhe der Vergütung festgemacht wird, bekanntgegeben, jedoch mangelt es an Informationen zu den konkret gesteckten Zielen. Beispielsweise nutzen Adidas, Bayer und die Deutsche Telekom das Ergebnis je Aktie als Performancekriterium, verschweigen jedoch wie anspruchsvoll das gesetzte Ziel ist. Musste sich der Vorstand überhaupt anstrengen, um es zu erreichen? Auch ist die relative Bedeutung eines Kriteriums im Vergleich zu weiteren Kriterien nicht immer ersichtlich, da Informationen zur Gewichtung teilweise nicht preisgegeben werden. Und letztlich gibt es in der Regel auch zu wenige Informationen zur Pay-for-Performance, die angibt, wie sich die Zielerreichung in Gehalt übersetzt.

*Transparenz ist  
immerhin leicht  
besser als im Vorjahr.*

Aber es leuchtet ein Licht am Ende des dunklen Tunnels. Im Vergleich zu 2016 hat sich die Transparenz leicht erhöht. Zehn der 30 DAX-Konzerne geben nun etwas detaillierte Informationen an. Des Weiteren ist es mit den Geschäftsberichten des Jahres 2017 zum ersten Mal überhaupt möglich, einzelne DAX-Vorstandsgehälter vollständig nachzuvollziehen. Sowohl Covestro als auch Wirecard geben alle Informationen an, um die Gehälter ihrer Vorstände vollständig nachrechnen zu können.

Um allen Stakeholdern aufzuzeigen, wie die finanzielle Incentivierung der Vorstände funktioniert, ist es noch ein weiter Weg. Covestro und Wirecard gehen mit einem guten Beispiel voran, so dass zu hoffen bleibt, dass noch weitere folgen werden.



## Motivation

*Finanzielle Anreize des Vorstandes sind für alle Stakeholder von Interesse.*

Die finanziellen Anreize des Vorstandes nachvollziehen zu können, ist für sämtliche Stakeholder von großem Interesse. Fragen nach Gründen für unternehmerische Entscheidungen können durch das Vergütungssystem geklärt und gegebenenfalls auch antizipiert werden. Ebenso dient das Vergütungssystem dazu, die finanziellen Interessen von Aktionären und Managern in Einklang zu bringen.

Dass besonders Aktionäre ein hohes Interesse an der Ausgestaltung der Vorstandsvergütung haben, zeigt die zunehmende Wahrnehmung des Rechts auf Mitsprache bei der Vorstandsvergütung. Wie Lehmann (2018) zeigt, ist die Zustimmung der Hauptversammlung zum Vergütungssystem und der Vergütung zuletzt gesunken.<sup>1</sup>

*Eine Pflicht das Vergütungssystem vollständig offenzulegen, gibt es nicht.*

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. Eine Pflicht das Vergütungssystem vollständig offenzulegen, gibt es nicht. Die bzgl. der Offenlegung des Vergütungssystems weitreichendste Passage ist im DCGK vorzufinden, der empfiehlt die Grundzüge des Vergütungssystems „in allgemein verständlicher Form“ offenzulegen.<sup>2</sup>

## Datengrundlage

Die Vergütungsberichte der Geschäftsjahre 2011 bis 2017 der im November 2018 im DAX gelisteten Unternehmen bilden die Datengrundlage dieser Studie. Die Auswertungen stellen eine Fortführung unserer Studien zur Transparenz der Vorstandsvergütung zu den Geschäftsjahren 2014, 2015 und 2016 dar.<sup>3</sup> Es wird ausschließlich die Offenlegung der Entstehung der erfolgsabhängigen Vergütung im Vergütungsbericht der Geschäftsberichte behandelt. Die tatsächliche Höhe der gewährten oder zugeflossenen Vergütung ist nicht Fokus dieser Studie.

---

<sup>1</sup> Siehe Lehmann (2018): Say-on-pay: Mehr Macht den Aktionären (?), Flossbach von Storch Research Institute.

<sup>2</sup> Siehe § 4.2.5 DCGK in der Fassung vom 07.02.2017.

<sup>3</sup> Siehe hierzu Immenkötter und Paganetty (2015): „Wie transparent sind Vorstandsgehälter?“ Immenkötter (2017): „Die Blackbox der Vorstandsvergütung“, Immenkötter (2017): „Mit verdeckten Karten: Vorstandsvergütung im DAX“. Alle Studien sind vom Flossbach von Storch Research Institute: [www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com](http://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com).



## Methodik zur Bewertung der Transparenz

*Kann man anhand der Informationen des Vergütungsberichtes erfolgsabhängige Gehälter nachvollziehen?*

Grundlage für die Analyse der Transparenz der Vorstandsvergütung ist die Frage, ob man mit Hilfe der im Vergütungsbericht angegebenen Informationen, die Entstehung der erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten 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 ursprünglich gewährten Zielbetrags (100 %). Ein Über- oder Untertreffen kann den tatsächlichen Zufluss erhöhen bzw. verringern.

*Vier Kriterien sind entscheidend:*

- *Beobachtbarkeit*
- *Zielwerte*
- *Gewichtung*
- *Pay-for-Performance*

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 für Dritte nicht erschließen. Im Folgenden werden Benennung, Konkretisierung und Beobachtbarkeit der Performancekriterien 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, diese zu erreichen. Demnach macht es einen großen Unterschied, ob bspw. 10 %, 5 % oder 1 % Umsatzwachstum als Ziel vereinbart wurden.

Werden zu einem Vergütungsprogramm mehrere Kriterien vereinbart, sind Details zur **Gewichtung** der Kriterien zueinander von Belang, um die gesamte Zielerreichung zu berechnen. Sind beispielsweise „Umsatzwachstum“ und „Aktienkursrendite“ als Ziele festgehalten, macht es einen bedeutenden Unterschied, ob diese gleichgewichtet werden oder ob nicht eine ungleiche Gewichtung, wie bspw. 30:70, vorliegt.



Die **Pay-for-Performance Relation** erteilt Auskunft darüber, wie sich die Zielerreichung in Gehalt umsetzt. Entspricht bspw. 5% Umsatzwachstum dem 100%-Ziel, so muss festgelegt werden, wie sich ein über- oder untertreffen des Ziels auf das Gehalt auswirkt. Wird bspw. ein Umsatzwachstum von 6 % erreicht, so kann dies beispielsweise einer Zielerreichung von 110 % entsprechen. In diesem Beispiel ist die Pay-for-Performance Relation 1 % zu 10 %. Mit der Zielerreichung wird zudem ein Intervall definiert, welches eine untere Schwelle definiert, unterhalb derer die Vergütung entfällt (bspw. 50 %). Ebenso gibt das Intervall ein Cap an, oberhalb derer die Vergütung nicht mehr weiter steigt (bspw. 250 %).

**Tabelle 1: Bewertungsschema**

*4 heißt vollständige  
Transparenz, 0 keine  
Angaben.*

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.

*Der Transparenz-  
Score ist der  
Mittelwert der vier  
Kriterien.*

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 aller in einem Geschäftsjahr gewährten Vergütungsprogramme.

Die in dieser Studie veröffentlichten Transparenz-Scores zu den vergangenen Geschäftsjahren weichen in einigen wenigen Fällen von den Scores unserer vergangenen Studien zur Transparenz der Vorstandsvergütung auf Grund einer leicht veränderten Bewertung ab.



## Transparenz der Vergütungsberichte 2017

Mit einem Score von 2,8 kann der durchschnittliche Vergütungsbericht eines DAX-Konzerns als intransparent bezeichnet werden (siehe Tabelle 2). Der Score setzt sich gleichgewichtet aus den vier Kategorien Beobachtbarkeit, Zielwerte, Gewichtung und Pay-for-Performance zusammen.

Am schlechtesten ist die Informationslage zu den Zielwerten der einzelnen Vergütungskriterien (2,2). Lediglich vier Unternehmen geben die Zielwerte vollständig an, fünf schweigen hingegen hierzu gänzlich.

Mit einem Score von 2,7 ist die Transparenz zur Pay-for-Performance ebenfalls nicht überschwänglich. Zwar geben alle Unternehmen hier wenigstens ein Mindestmaß an Informationen an, jedoch erschließt sich die Umsetzung von Zielerreichung in Gehalt nur in sieben Vergütungsberichten vollständig.

Mit einem Score von 2,8 ist die Beobachtbarkeit der Kriterien auf einem ähnlich intransparenten Level. Zwar ist immerhin bei 15 Unternehmen ein Großteil der Kriterien beobachtbar, jedoch nur bei fünf vollständig.

Am besten schneiden die Konzerne bei den Angaben zur Gewichtung der einzelnen Kriterien ab (3,5). Bei 21 Konzernen ist die Gewichtung vollständig offengelegt und nur ein Unternehmen schweigt gänzlich dazu.

Aus Sicht aller Stakeholder ist dies ein nicht zufriedenstellendes Ergebnis. Es kann nicht nachvollzogen werden, welchen Zielen Manager nacheifern, wenn sie ihr persönliches Gehalt maximieren möchten. Besonders für Shareholder stellt es ein ernüchterndes Bild dar, da es Aussagen über den Interesseneinklang zwischen Managern und Eigentümern sowie zur langfristigen nachhaltigen wirtschaftlichen Entwicklung erschwert.

*Zu wenige Informationen zu Zielwerten und Pay-for-Performance sowie mangelnde Beobachtbarkeit.*

*Für Stakeholder ist die Intransparenz nicht zufriedenstellend.*



Tabelle 2: Transparenz der DAX-Vergütungsberichte 2017

Unzureichende  
Transparenz im  
Schnitt der Unter-  
nehmen.

	Score	Beobacht- barkeit	Ziel- werte	Gewich- tung	Pay-for- Perfor- mance
<b>DAX (Durchschnitt)</b>	2,8	2,8	2,2	3,5	2,7
<b>Häufigkeit</b>					
0 (keine Angaben)		0	5	1	0
1		1	2	0	5
2		9	9	4	6
3		15	10	4	12
4 (vollst. offengelegt)		5	4	21	7
<b>Rang Unternehmen</b>					
1	Covestro	4,0	4	4	4
-	Wirecard	4,0	4	4	4
3	FMC	3,8	4	4	3
-	Volkswagen	3,8	3	4	4
5	Continental	3,5	4	3	3
-	Dt. Börse	3,5	3	3	4
7	Daimler	3,3	2	3	4
-	E.ON	3,3	3	2	4
-	RWE	3,3	2	3	4
-	Siemens	3,3	3	3	4
11	BMW	3,0	3	3	3
-	Dt. Lufthansa	3,0	3	2	4
-	HeidelbergCem.	3,0	3	2	4
-	Henkel	3,0	3	3	4
-	Linde	3,0	3	2	4
-	Merck	3,0	3	3	4
-	SAP	3,0	2	3	4
-	ThyssenKrupp	3,0	3	2	4
-	Infineon Tech.	3,0	3	2	4
20	Fresenius	2,8	4	3	2
21	Dt. Bank	2,5	2	2	4
22	BASF	2,3	3	2	2
-	Beiersdorf	2,3	2	2	2
-	Dt. Post	2,3	3	1	3
-	Dt. Telekom	2,3	2	0	4
26	Vonovia	2,0	2	1	4
27	Bayer	1,5	2	0	3
28	Allianz	1,3	2	0	2
-	Munich Re	1,3	1	0	3
30	Adidas	1,0	3	0	0

Quelle: Geschäftsberichte 2017, Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute 2018.



#### 4,0: Die erfreulichen Fälle vollständiger Transparenz

Die Vergütungsberichte des Geschäftsjahres 2017 offenbaren eine Neuheit. Sowohl Covestro als auch Wirecard legen die Vergütung ihrer Vorstände vollständig offen und erhalten dafür den Höchstscore von 4,0. Es ist zum ersten Mal überhaupt möglich, die Entstehung einzelner Gehälter von DAX-Managern detailliert nachzuvollziehen.<sup>4</sup>

*Vergütung der  
Covestro-Vorstände  
ist vollständig offen-  
gelegt.*

**Covestro** hat in 2017 den Vorständen Vergütung durch zwei Programme gewährt: ein kurzfristiges Programm (Covestro Profit Sharing Plan) und ein langfristiges (Prisma). Für das kurzfristige Programm wurde ein Mengenwachstum von 3,5 %, ein Free Operating Cash Flow (FOCF) von 500 Mio. Euro und ein Return on Capital Employed (RoCE) von einem Prozentpunkt über den eigenen Kapitalkosten (WACC) als Ziel (100 %) vorgegeben. Die Kriterien wurden gleichgewichtet und sind durch die Informationen des Geschäftsberichtes vollständig beobachtbar und nachvollziehbar. Ebenso wird die Umsetzung von Zielerreichung in Gehalt detailliert preisgegeben. Während die Zielerreichung für das Wachstumsziel knapp verfehlt wurde (+3,5 % entsprechen einer Zielerreichung von 95%), wurden das RoCE- und FOCF-Ziel deutlich übertroffen und daher auf das vorgeschriebene Cap von 300 % heruntergesetzt. Die gleichgewichtete kurzfristige Zielerreichung beträgt somit 232 %. Dies führt dazu, dass der kurzfristig gewährte Betrag für den CEO Patrick Thomas von 1,15 Mio. Euro um Faktor 2,23 erhöht wurde und ihm schlussendlich 2,66 Mio. Euro zugeflossen sind.

Die in 2017 dem Covestro Vorstand langfristig gewährte Tranche des Programms Prisma basiert auf dem Total Shareholder Return der Covestro AG gepaart mit der relativen Performance zum DJ STOXX Europe 600 Chemicals Index, wobei die Rendite des Index dem 100 %-Ziel entspricht. Jeder Prozentpunkt Outperformance führt zu einer Gehaltssteigerung um einen Prozent. Die absolute Performance der Aktie setzt sich ebenfalls 1:1 in Gehalt um. Steigt der Kurs um 1 %, so steigt auch das Gehalt um 1 %. Der Performance Zeitraum dauert vier Jahre an und endet im Dezember 2020.

Neben der Transparenz ist im Fall von Covestro erwähnenswert, dass die Vergütungskriterien mit den Leistungskennzahlen übereinstimmen, die zur Steuerung des gesamten Unternehmens verwendet werden. Obwohl man annehmen sollte, dass dies für Großkonzerne der Standardfall ist, trifft es

---

<sup>4</sup> Zwar erhalten Covestro und Wirecard den Score 4,0 auch für das Geschäftsjahr 2016 (vgl. Tabelle 3), jedoch waren sie damals nicht im DAX gelistet und daher in den Vorgängerstudien nicht berücksichtigt.





nur für wenige DAX-Konzerne zu. In der Regel weichen die Kriterien, anhand derer der Vorstand incentiviert wird, von den Wertsteuerungsgrößen und von den am Kapitalmarkt kommunizierten Zielen ab.

*Auch Wirecard stellt alle Informationen bereit.*

Auch bei **Wirecard** kann man sich ein umfassendes Bild von der Vorstandsvergütung machen. Im Vergleich zu anderen Konzernen ist das Vergütungssystem von Wirecard recht simpel strukturiert, so dass nicht viele Informationen zur vollständigen Transparenz notwendig sind. Wirecard unterhält zwei Vergütungsprogramme, die beide ausschließlich durch den Aktienkurs zum Geschäftsjahresende bestimmt werden. Das Programm Variable I bezieht sich dabei nur auf die Entwicklung des Aktienkurses im Berichtsjahr während das Programm Variabel II auch den Aktienkurs des vorangegangenen Geschäftsjahres berücksichtigt.

Zur Berechnung des Gehalts wird für beide Programme die absolute Kursdifferenz mit zwei offengelegten vorstandsspezifischen Faktoren multipliziert, wobei hierfür Ober- und Untergrenzen vereinbart wurden. Auf Grund des Kursverlaufs in 2017 wurde statt dem Kurs im Dezember (91,05 Euro) die vereinbarte Obergrenze von 49,00 Euro herangezogen. Der so berechnete Kursanstieg von 40,50 auf 49,00, multipliziert mit den CEO-spezifischen Faktoren 0,49 und 275.000 resultiert in einem Betrag von 1,145 Mio. Euro, welcher jedoch oberhalb des Vergütungsmaximum von 0,539 Mio. Euro liegt. Daher kam für den CEO Markus Braun der letztere Betrag zur Auszahlung. Für die Komponente Variable II lag der berechnete Betrag ebenfalls oberhalb des Caps, so dass 0,561 Mio. Euro zur Auszahlung kamen.

Covestro und Wirecard zeigen auf, dass es möglich ist, Vergütungsstrukturen vollständig offenzulegen und dies auch nicht übermäßig viel Platz im Geschäftsbericht einnehmen muss. Sie stellen vorbildlich dar, woran der Erfolg des Vorstands gemessen wird und das Handeln der Manager begründet werden kann. Während Covestro ein ausgewogenes Vergütungssystem mit kurz- und langfristigen Komponenten unterhält, das sowohl die Wertsteuerungskennzahlen als auch die absolute und relative Performance berücksichtigt, ist das Wirecard-System recht simpel und basiert ausschließlich – und das selbst kurzfristig – auf dem Aktienkurs. Wirecard hat unterdessen bereits angekündigt für das Geschäftsjahr 2018 EBITDA als operatives ertragsorientiertes Erfolgsziel aufzunehmen.



### 3,5 und mehr: Hohe Transparenz

*Nur wenige Informationen fehlen bei FMC, VW, Continental und der Deutschen Börse.*

Im Transparenz-Rating folgen auf Platz drei **Fresenius Medical Care (FMC)** und **Volkswagen** mit einem Score von 3,8. Platz fünf teilen sich **Continental** und die **Deutsche Börse** (3,5). Bei allen vier Konzernen fehlen lediglich in ein oder zwei Kategorien entscheidende Informationen. FMC gibt zur Pay-for-Performance unvollständige Informationen an und bei Volkswagen mangelt es an der Beobachtbarkeit bzw. Bekanntgabe der individuellen Ziele. Bei Continental fehlt unter anderem der Zielwert für das Kriterium Return on Capital Employed (RoCE), welches damit begründet wird, dass es auf Grund der Verknüpfung mit der Planung nicht im Interesse des Unternehmens wäre, konkretere Angaben zu den Zielwerten zu machen.<sup>5</sup> Bei der Deutschen Börse sind wenige Ziele nicht genauer konkretisiert und zudem fehlen konkretere Angaben zu Zielwerten.

Bei allen vier Konzernen kann man aber dennoch von einem sehr hohen Level an Transparenz sprechen, welches ermöglicht, die finanzielle Incentivierung der Vorstände nachzuvollziehen.

### 2,0 bis 3,5: Das Mittelfeld

*Meist werden Zielwerte verschwiegen.*

Der Großteil der DAX-Konzerne legt einen Teil der Vorstandsvergütung offen, glänzt dabei jedoch nicht mit Tiefe und Detailreichtum. Meist sind es die Zielwerte, zu denen nur rudimentäre Informationen angegeben werden. Im Fall der **Deutschen Telekom** (2,0) fehlen sogar gänzlich alle Informationen hierzu. Auch bei der Beobachtbarkeit schneiden die Konzerne nicht gut ab, viele Kriterien sind entweder für alle Stakeholder nicht beobachtbar oder nicht hinreichend konkretisiert. **Fresenius** (2,8) ist der einzige Konzern, der hier vollständige Informationen bereitstellt. Die Informationslage zur Gewichtung ist meist die beste, wenn auch nicht zufriedenstellend.

Mit ein wenig verbesserter Transparenz wäre es für **Daimler**, **E.ON**, **RWE** und **Siemens** (alle 3,3) möglich in die Führungsriege aufzusteigen und den Stakeholder ein deutlich besseres Bild ihrer Vergütungs- und Anreizstrukturen zu bieten. So mangelt es bei Daimler und RWE an der Beobachtbarkeit, bei E.ON an den Zielwerten und bei Siemens mangelt es jeweils ein wenig an drei der vier Bewertungskategorien.

---

<sup>5</sup> Vgl. Continental, Geschäftsbericht 2017, S.25.



## Unterhalb 2,0: Die Intransparenten

*Bayer, Allianz und Munich Re berichten sehr intransparent über Vergütung.*

**Bayer** (1,5), **Allianz** (1,3) und **Munich Re** (1,3) sind unter den Unternehmen mit den intransparentesten Vergütungsberichten zu finden. Nur maximal die Hälfte der von der Allianz, Bayer und Munich Re genutzten Vergütungskriterien sind für alle Stakeholder beobachtbar. Darüber hinaus gibt es bei keinem der drei Konzerne Informationen zu den gesetzten Zielen und der Pay-for-Performance. Man kann nicht sagen, ob sich die Vorstände überhaupt anstrengen müssen, die vom Aufsichtsrat gesteckten Ziele zu erreichen. Lediglich die Informationslage zu der Gewichtung ist etwas besser, da die Hälfte oder mehr der Informationen kommuniziert werden.

Munich Re ist einer der ganz wenigen Konzerne, die Ihre Verschwiegenheit zu den Zielwerten begründen: „Sie enthielten kommerziell sensitive Informationen, die in hohem Maße markt- und wettbewerbsrelevant sind und Kundeninteressen betreffen“.<sup>6</sup> Für konkrete Akquisitions- und Strategieziele ist dies eine nachvollziehbare Argumentation, für die kurz- und langfristig angegebenen Ziele „Return on Risk adjusted Capital“ und „Economic Earnings“, jedoch fraglich. Beide Ziele sind im Lagebericht als „wichtige Steuerungsinstrumente“ angegeben.

## 1,0: Die Blackbox

*Adidas hat den intransparentesten Vergütungsbericht.*

**Adidas** gibt im Vergütungsbericht zum Geschäftsjahr 2017 detailliert Informationen über die vereinbarten Kriterien, die von der reinen Benennung sowohl zielgerichtet als auch breit gestreut wirken, auch wenn einige davon für Externe nicht beobachtbar sind. Leider schweigt Adidas gänzlich zur Gewichtung und den Zielwerte und gibt auch nur rudimentäre Informationen zur Pay-for-Performance an. Durch diesen Mangel an Informationen ist selbst auch die detaillierte Auflistung der Vergütungskriterien schwer weiter zu verarbeiten. Beispielsweise ist das Kriterium „Steigerung des Ergebnis je Aktie“ ohne Angabe von Zielwerten (Steigerung gegenüber welchem Wert?), Pay-for-Performance (welche Steigerung erbringt welchen Gehaltszuwachs?) und der relativen Gewichtung nahezu wertlos.

Mittlerweile hat Adidas das Vergütungssystem für das Geschäftsjahr 2018 überarbeitet und im Zuge dessen auch die Transparenz bzgl. der Zielwerte, der Gewichtung und Pay-for-Performance verbessert. So ist zu erwarten, dass Adidas in zukünftigen Transparenz-Ratings besser abschneiden wird.

---

<sup>6</sup> Geschäftsbericht Munich Re 2017, S.29.



## Beobachtbarkeit – gut oder schlecht?

*Auch individuelle Ziele können offengelegt werden.*

Im Zuge des Transparenz-Ratings erhalten Unternehmen mit nicht beobachtbaren und nicht weiter ausgeführten Vergütungskriterien wie „individuelle Ziele“ oder „nachhaltiger Unternehmenserfolg“ einen Abschlag im Rating, obwohl durch die Ziele selbst eine zielgerichtete Incentivierung erreicht werden kann. Ein Beispiel dafür, dass auch individuelle Ziele hinreichend diskutiert werden können, stellt der Vergütungsbericht der Deutschen Bank dar. Für jeden Vorstand wird im Vergütungsbericht 2017 detailliert über die individuelle Zielsetzung berichtet.<sup>7</sup> Während der Bericht der deutschen Bank in Deutschland eher die Ausnahme darstellt, so sind solche Angaben bei US-Unternehmen deutlich häufiger vorzufinden.<sup>8</sup> Es ist möglich nicht beobachtbare Kriterien zu nutzen, gleichzeitig jedoch hohe Transparenz zu wahren.

## Veränderung zum Vorjahr

Im Vergleich zu den Vergütungsberichten des Jahres 2016, haben zehn Unternehmen die Transparenz erhöht, bei 19 ist keine Veränderung eingetreten und ein Unternehmen ist etwas intransparenter geworden.

Im Schnitt ist der Transparenzscore von 2,5 auf 2,8 angestiegen (siehe Tabelle 3). Der Anstieg ist auf eine leicht erhöhte Transparenz in den Kategorien Zielwerte, Gewichtung und Pay-for-Performance zurückzuführen. Die durchschnittliche Beobachtbarkeit der Vergütungskriterien ist hingegen gleich geblieben.

*VW und Deutsche Bank haben sich am meisten verbessert.*

Der größte Fortschritt ist bei **Volkswagen** zu verzeichnen. Die Transparenz ist von 2,0 um 1,8 Punkte auf 3,8 angestiegen. Somit verfügt Volkswagen nun über einen der transparentesten Vergütungsberichte der DAX-Konzerne. Während in 2016 Zielwerte und Pay-for-Performance nicht bekannt gegeben wurden, kann man diese aus dem Vergütungsbericht 2017 vollständig erschließen.

---

<sup>7</sup> Siehe Geschäftsbericht Deutsche Bank 2017, S.171f.

<sup>8</sup> Siehe bspw. Proxy Statement VISA 2018, S.51f. und Proxy Statement Johnson & Johnson, S.47f.



Tabelle 3: Entwicklung der Transparenz der DAX-Vergütungsberichte von 2011 bis 2017

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>DAX</b>	<b>2,15</b>	<b>2,38</b> ↑	<b>2,35</b> ↓	<b>2,39</b> ↑	<b>2,51</b> ↑	<b>2,52</b> ↑	<b>2,79</b> ↑
Beobachtbarkeit	2,6	2,9 ↑	2,7 ↓	2,7 ↑	2,8 ↑	2,8	2,8
Zielwerte	1,2	1,5 ↑	1,5 ↑	1,5 ↑	1,6 ↑	1,7 ↑	2,2 ↑
Gewichtung	2,6	2,9 ↑	2,9 ↑	3,0 ↑	3,2 ↑	3,2	3,5 ↑
Pay-for-Perf.	2,2	2,4 ↑	2,3 ↓	2,3 ↑	2,5 ↑	2,4 ↓	2,7 ↑
<b>Entwicklung einzelner Unternehmen</b>							
Adidas	1,0	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	1,3
BASF	2,3	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 ↓	1,5
Beiersdorf	2,5	2,5	2,3 ↓	2,3	2,3	2,3	2,3
BMW	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Continental	1,5	1,5	1,5	2,3 ↑	2,3	2,3	3,5 ↑
Covestro	-	-	-	-	-	4,0	4,0
Daimler	3,5	3,3 ↓	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Dt. Bank	1,5	2,0 ↑	2,0	2,0	2,0	1,0 ↓	2,5 ↑
Dt. Börse	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,5 ↑	3,5
Dt. Lufthansa	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	3,0 ↑
Dt. Post	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,3 ↑
Dt. Telekom	2,3	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	3,3 ↑
Fresenius	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,8 ↑
FMC	2,8	2,8	2,3 ↓	2,3	3,5 ↑	3,8 ↑	3,8
HeidelbergCem.	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Henkel	1,3	1,3	1,3	1,3	3,0 ↑	3,0	3,0
Infineon Tech.	3,0	3,3 ↑	3,3	3,3	3,3	3,3	3,0 ↓
Linde	2,5	3,0 ↑	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Merck	2,3	2,5 ↑	2,5	2,5	2,5	2,5	3,0 ↑
Munich Re	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
RWE	2,0	2,0	2,8 ↑	3,3 ↑	3,3	2,0 ↓	3,3 ↑
SAP	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,8 ↑	3,0 ↑
Siemens	3,3	3,3	3,3	3,0 ↓	3,3 ↑	3,3	3,3
ThyssenKrupp	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Volkswagen	1,5	1,5	1,5	1,5	2,0 ↑	2,0	3,8 ↑
Vonovia	-	-	2,3	2,3	2,0 ↓	2,0	2,0
Wirecard	0,0	4,0 ↑	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0

Quelle: Geschäftsbericht 2011 bis 2017, Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute 2018.



Die **Deutsche Bank** hat mit einem Zuwachs von 1,5 Punkten die zweitgrößte Verbesserung vorzuweisen. Während die Deutsche Bank in 2016 noch zu den Schlusslichtern mit einem Score von 1,0 gehörte, liegt sie nun mit 2,5 im Mittelfeld. Für das Geschäftsjahr 2017 wurde das Vergütungssystem grundlegend überarbeitet und im Zuge dessen auch die Transparenz erhöht. Der höhere Score ist maßgeblich auf die nun vollständige Angabe der Gewichte zurückzuführen.

Die **Deutsche Post** hat mit ihrem Vergütungsbericht 2017 die Transparenz leicht erhöht. Zielwerte und Gewichtung werden nun genauer angegeben. Unter anderem wurde für den Zielwert des Kriteriums Free Cash Flows der Jahreserfolgsvergütung folgende Erklärung hinzugefügt: „Die Zielsetzung orientiert sich an der Kapitalmarktguidance“<sup>9</sup>. Diese Formulierung ist besonders interessant, da die Zielsetzung nicht der Kapitalmarktguidance entspricht, sondern sich nur daran orientiert. Die Bedeutung des Begriffs „orientiert“ ist in diesem Zusammenhang nicht genauer erklärt, auch Investor Relations der Deutschen Post gibt hierzu keine weiteren Auskünfte. Falls „orientiert“ nicht als „entspricht“ zu interpretieren ist, stellt sich die Frage, warum dem Vorstand Ziele gesetzt werden, die von der Unternehmensstrategie abweichen und gegebenenfalls auch niedriger liegen könnten.

Lediglich bei **Infineon** ist der Transparenzscore leicht zurückgegangen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass für die Bewertung des mittelfristigen Erfolgs das Kriterium „Erfolg bei der Komplementierung des organischen Wachstums durch M&A-Aktivität“ hinzugefügt wurde. Eine bedeutende Veränderung der Transparenz stellt dies nicht dar, da ohnehin die Zielwerte für die übrigen Kriterien nicht angegeben worden sind.

## Fazit

Aus Sicht aller Stakeholder ist Entwicklung zu einer höheren Transparenz zu begrüßen. Sie ermöglicht Einblicke in die finanzielle Incentivierung des Managements und kann dazu dienen Managemententscheidungen nachzuvollziehen. Dennoch darf dies nicht darüber hinwegtäuschen, dass die durchschnittliche Transparenz aus Sicht aller Stakeholder immer noch unzureichend ist. Beispielsweise geben nur vier von 30 Unternehmen die konkret gesteckten Zielwerte bekannt.

---

<sup>9</sup> Geschäftsbericht Deutsche Post 2017, S (S.41).



*Transparenz zu berichten ist möglich.*

Eine zielführende Diskussion über die Höhe und Angemessenheit der Vorstandsvergütung in Deutschland kann erst erfolgen, wenn man nachvollziehen kann, wie Erfolg gemessen wird. Trotz zahlreicher Gesetzesvorschriften und dem Deutschen Corporate Governance Kodex kann man nicht von transparentem Reporting sprechen. Dabei ist es möglich transparent über Vergütungsthemen zu berichten, wie Covestro, Wirecard sowie die Proxy Statements vieler US-amerikanischer Unternehmen aufzeigen.



## 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**

© 2018 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](mailto: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](http://www.bafin.de); *Autor* Dr. Philipp Immenkötter; *Redaktionsschluss* 03. Dezember 2018