

# Auf Kosten der Aktionäre

**Vorstandsgehälter koppeln sich vom Geschäft ab. Boni fließen, wenn es mies läuft. Eine EU-Richtlinie soll gegensteuern. Doch Top-Manager finden neue Wege, ihre Vergütung zu steigern – notfalls auch klimafreundlich.**

TEXT MARTIN GERTH, DANIEL SCHÖNWITZ

**A**m 1. April, ausgerechnet, hält Daimler seine Hauptversammlung in Berlin ab. Ein Scherz-Event wird die aber nicht. Denn es geht um viel Geld. Im CityCube

auf dem Berliner Messegelände muss sich der Aufsichtsrat sein neues Vergütungssystem für die Vorstände von den Aktionären absegnen lassen. Mit der Neuerung, so Daimler, reagiere der Konzern auf die seit 1. Januar geltende Aktionärsrechterichtlinie. Die lässt Unternehmen zwar noch ein Jahr Zeit, aber Daimler ist freiwillig vorgeprescht.

Auch Siemens hat sein Vergütungssystem schon überarbeitet. Infineon hat dies bis zur Hauptversammlung (HV) Ende Februar noch nicht geschafft, will aber im Lauf des Jahres nachlegen.

Worum geht es? Auf Druck der Europäische Union hat die Bundesregierung die Regeln für Vorstandsgehälter angepasst. Sie sollen nach oben gedeckelt werden. Zudem soll sich das Belohnungssystem für Manager stärker an langfristigen und nachhaltigen Zielen orientieren.

Eine Reform ist nötig. Deutsche Vergütungssysteme sind intransparent und kompliziert und haben längst ihre Anreizfunktion verloren (siehe Seite 79). Viele Aktionäre haben den Eindruck, dass die Konzerne den Vorständen zu viel zugestehen.

So änderte im Januar der Reisekonzern TUI seine Boni-Regeln so, dass Vorstände auch Geld erhalten, wenn das Geschäft schlecht läuft. Aufsichtsratschef Dieter Zetsche erklärt das so: Eine variable Vergütung für Vorstände verliere ihren Anreiz, wenn trotz guter Leistung in einem „herausfordernden Marktumfeld“ keine Auszahlung zu erwarten sei.

Folge der Großzügigkeit: Die Gehälter der Top-Manager heben ab. Laut einer Stu-

die der Humboldt-Universität Berlin kassierten Dax-Vorstände 2017 im Schnitt 4,35 Millionen Euro im Jahr; das 58-Fache eines typischen Mitarbeiters. 30 Jahre zuvor war es nur das 15-Fache.

In den bisherigen Vergütungssystemen gebe es zu viele Fehlanreize, kritisiert Rolf Nonnenmacher, ehemaliger KPMG-Vorstand. Er leitet eine Regierungskommission, die den freiwilligen Corporate Governance Kodex für Unternehmen reformiert.

Aktionärsvertreter Christian Strenger, Ex-DWS-Chef, schlägt vor, auf Boni für kurzfristige Ziele zu verzichten und sie auf ein fixes Grundgehalt aufzuschlagen. Variabel wäre nur noch der Teil der Vergütung, mit dem das Unternehmen das Erreichen langfristiger Ziele belohnt.

## Was sich jetzt ändert

Wichtig bei der neuen Richtlinie sind vor allem zwei Punkte:

Der Aufsichtsrat ist künftig gesetzlich verpflichtet, ein Limit für die Maximalvergütung der Vorstände festzulegen. Die Hauptversammlung kann diese Obergrenze mit einfacher Mehrheit sogar noch herabsetzen. Und: Unternehmen müssen ihr Vergütungssystem stärker an strategischen Zielen ausrichten. Bei einem Automobilbauer kann das beispielsweise ein höherer Marktanteil bei Elektrofahrzeugen sein. Auch sollen soziale und ökologische Kriterien, etwa CO<sub>2</sub>-Emissionen, die Höhe der Vorstandsgehälter beeinflussen. Wie das umgesetzt wird, entscheidet der Aufsichtsrat.

Das bisherige Regelwerk für die Vergütung von Vorständen, der Corporate Governance Kodex, wird ebenfalls reformiert. Anders als die Richtlinie ist der Kodex jedoch freiwillig. Dennoch halten sich die Konzerne weitgehend daran. Auch hier sind zwei Än-

derungen entscheidend.

Zum einen empfiehlt der Kodex, dass mehr als die Hälfte der Aufsichtsräte unabhängig vom Unternehmen und dessen bestimmenden Aktionären sein soll. Die Logik dahinter: Nur wer unabhängig ist, verhindert Gehaltsexzesse. Zum anderen rät der Kodex zu Rückzahlungsklauseln in den Vergütungsverträgen. Unternehmen können so bereits gezahlte Teile des Gehalts zurückfordern, wenn sich später herausstellt hat, dass der Manager schlecht gearbeitet hat.

Was die Reformen den Aktionären bringen und welche Schwächen bleiben, zeigen diese fünf Punkte.

## 1. Deckelung der Gehälter: Noch viel Luft nach oben

Die Gehälter der Vorstände steigen ungebremst. Zwischen 2013 und 2018 legte der variable Teil des Gehalts der Dax-Konzernchefs im Schnitt um 47 Prozent zu, rechnet die Vergütungsberatung hkp Group vor.

Künftig sollen die Unternehmen laut Richtlinie die Maximalvergütung für Vorstände deckeln. Das Problem: Diese Maximalvergütung wird extrem großzügig angesetzt. Zu ihr zählen auch Komponenten, die nur alle vier bis fünf Jahre ausgezahlt werden. In Jahren, in denen diese Zusatzgelder nicht fließen, bleibt also noch sehr viel Spielraum, bis die Maximalgrenze erreicht wird. Beispiel: Ex-SAP-Chef Bill McDermott, obwohl Top-Verdiener im Dax, lag 2018 mit seinem Verdienst nur bei einem Drittel des Maximums. Es wäre noch viel Platz für Anhebungen gewesen. Dabei entlohnt SAP seine Vorstände bereits üppig: Die Vorstandsgehälter sind 2019 von 43,4 auf 52,6 Millionen Euro gewachsen, plus 21 Prozent.

Der freiwillige Kodex wiederum ist viel zu schwammig formuliert, als dass er Gehälter wirksam bremsen könnte. Beispiel: Im

Kodex steht, dass die Vorstandsgehälter sich am Gehaltsniveau im „oberen Führungskreis“ orientieren sollen. Wie groß die Unternehmen den Führungskreis ziehen sollen, bleibt jedoch offen.

Außerdem können Unternehmen den Kodex beachten, ohne jeden Punkt zu erfüllen. „Wenn börsennotierte Unternehmen Empfehlungen nicht befolgen, müssen sie dies lediglich offenlegen und begründen“, sagt Martina Schmid, Aktienrechtlerin bei CMS Hasche Sigle. Diese Option nutzen die Konzernchefs laut einer Studie der Handelshochschule Leipzig sehr oft. 46 Prozent der Dax- und MDax-Unternehmen befolgen nur einen Teil der Kodex-Leitlinien für Managergehälter.

**Fazit:** Der Deckel, den die neue Richtlinie vorschreibt, ist keine echte Gehaltsbremse. Aktionäre sollten Unternehmen bevorzugen, die mehr tun, als Richtlinie und Kodex verlangen.

## 2. Regressforderungen:

### Rückzahlungen kaum durchsetzbar

Aktionäre ärgern sich, wenn Manager, die das Unternehmen in die Krise gesteuert haben, einen Bonus erhalten. Bayer-Chef Werner Baumann beispielsweise erhielt 2018, im Jahr der umstrittenen Monsanto-Übernahme, 28 Prozent mehr an kurzfristiger variabler Vergütung.

Der neu gefasste Corporate Governance Kodex empfiehlt daher für Vergütungsverträge Rückzahlungsklauseln. So kann das Unternehmen von Vorständen ausgezahlte variable Vergütungen zurückfordern. Auch hier haben Unternehmen viel Spielraum. Bei der Deutschen Telekom etwa gilt die Klausel nur für neue Vorstandsverträge. Wer schon im Vorstand ist, muss demnach keinen Regress fürchten.

Trotz Rückzahlungsklauseln dürften Unternehmen sich immer schwertun, bei Fehlern Geld zurückzufordern. Denn die Vorstände werden die Fehler zunächst wohl bei anderen suchen. Insider bezeichnen das als Ölpreis-Problem. Wenn das Geschäft gut läuft, reklamieren Manager den Erfolg für sich, wenn nicht, ist zum Beispiel der Ölpreis schuld. Bleibt der Vorstand uneinsichtig, müssen die Unternehmen die Top-Manager verklagen. Gunther Friedl, Controlling-Experte der TU München, ist skeptisch, ob die Konzerne so Gehälter zurückholen können: „Es gab bereits mehrere Fälle, bei denen die Arbeitgeber von Managern vor Gericht un-

terlagen.“ Im Dieselskandal, in dem Spitzenmanager der Autoindustrie wie Rupert Stadler (Audi) oder Martin Winterkorn (VW) verwickelt sind, ist noch nicht klar, ob deren Arbeitgeber Geld zurückverlangen können. Die Ermittlungen und Gerichtsverfahren gegen Stadler und Winterkorn könnten noch viele Jahre laufen. Solange beiden kein persönliches Verschulden nachzuweisen ist, würde eine Regressklausel nicht greifen.

**Fazit:** Aktionäre sollten darauf achten, wie ernst es die Unternehmen in der Praxis mit dem Regress nehmen.

## 3. Mangelnde Transparenz:

### Boni-Dickicht wächst weiter

„Selbst die Vorstände wissen oft nicht, was sie mit den Vergütungsverträgen eigentlich unterschreiben“, sagt Management-Professor Joachim Schwalbach (siehe Interview Seite 80). Manager zu motivieren, funktioniert nur, wenn sie die Zusammenhänge zwischen Leistung und variablem Gehalt auch erkennen, sagt Governance-Experte Strenger.

Die zusätzlichen Nachhaltigkeitsziele, die die Richtlinie vorschreibt, machen die Vergütung eher noch komplexer, der Zusammenhang zwischen Leistung und Bonus wird noch schwerer erkennbar.

Besserung ist nicht in Sicht, im Gegenteil: Bisher lieferte der Kodex Mustertabellen für Vergütungsberichte. Alle Gehaltsbestandteile, ob fix oder variabel, waren übersichtlich für jeden Vorstand getrennt ausgewiesen.

Diese Mustertabellen fallen nun weg. Was an Zahlen in den Vergütungsberichten steht, legt künftig die Richtlinie fest. Dazu zählen alle festen und variablen Gehaltsbestandteile mit ihren Anteilen an der Gesamtvergütung sowie alle Kriterien, die für die Höhe der Boni relevant sind. Unternehmen entscheiden aber selbst, wie sie die Zahlen ordnen. Aktionäre werden zwar weiter alle Werte im Geschäftsbericht finden. Allerdings sind sie dann nicht mehr so geordnet, dass sich Vergütungsberichte verschiedener Unternehmen leicht vergleichen lassen.

In einem Punkt aber wird die Richtlinie zu mehr Transparenz führen: Unternehmen dürfen Vorstandsgehälter künftig nicht mehr nur als eine Summe ausweisen. Konzerne wie Rocket Internet oder Axel Springer haben dies in der Vergangenheit getan. Das wird in Zukunft

nicht mehr möglich sein: Das Gehalt jedes Vorstands taucht einzeln im Bericht auf.

**Fazit:** Viele Konzerne wollen die Mustertabellen aus dem Kodex freiwillig weiterführen. Für Aktionäre gibt dies einen Hinweis darauf, wie ernst es die Unternehmen mit der Transparenz meinen.

## 4. Strategische Ziele: Aufsichtsrat muss unabhängig sein

Vergütungssysteme sollen richtige strategische Entscheidungen belohnen, verlangt die Richtlinie. An welchen strategischen Zielen sich das Gehalt bemisst, entscheidet der Aufsichtsrat. Hat der Vorstand in der Vergangenheit Fehler gemacht, müssten die Aufsichtsräte versuchen, ihn über die Vergütung in die richtige Richtung zu lotsen. Problem: Häufig sitzen im Aufsichtsrat Exvorstände. Die werden ihre früher selbst verfolgte oder gar entworfene Strategie kaum ändern.

Genau dieses Dilemma droht Daimler. Denn Ex-Daimler-Chef Dieter Zetsche will bereits 2021 in den Aufsichtsrat. Wichtige Aktionäre lehnen dies ab, weil sie Zetsche vorwerfen, er habe die Elektromobilität verschlafen.

Antje Stobbe, Nachhaltigkeitsexpertin bei Allianz Global Investors, hält es daher für sinnvoll, die Abkühlungsphase für Exvorstände von zwei auf fünf Jahre zu verlängern. Ein Vorstand dürfte demnach erst fünf Jahre nach seinem Ausscheiden in den Aufsichtsrat. In der Richtlinie steht dazu jedoch nichts.

**Fazit:** Bei Unternehmen, in deren Aufsichtsrat keine ehemaligen Vorstände sitzen, ist das Risiko von Gehaltsexzessen tendenziell geringer.

## 5. Nachhaltige Ziele: Sinnvoll, wenn wirtschaftlich relevant

Künftig soll sich die Vorstandsvergütung auch nach Nachhaltigkeitskriterien richten. So will es die Richtlinie. Einfluss darauf, wie viel ein Manager verdient, haben dann auch CO<sub>2</sub>-Emissionen oder die Einhaltung von Menschenrechten.

Solche Ziele sind oft kursrelevant. Investoren wie der norwegische Staatsfonds sortieren Konzerne aus, die nicht nachhaltig agieren. Energieintensive Unternehmen müssen Verschmutzungsrechte zukaufen. Konzerne haben daher bereits reagiert. Siemens etwa hat im Februar beschlossen, die Vorstandsgehäl-

ter auch an den CO<sub>2</sub>-Ausstoß der eigenen Werke zu koppeln. Die CO<sub>2</sub>-Emissionen sind eines von drei Nachhaltigkeitskriterien für die variable Vergütung.

So sinnvoll die Nachhaltigkeitsziele sind, sie lassen sich noch leichter beeinflussen als Bilanzzahlen. Denn wie ökologische und gesellschaftspolitische Kriterien gemessen werden, entscheiden die Unternehmen. Ob alles, was mit einem hohen Bonus belohnt wird, wirklich gut für die Umwelt und damit indirekt für den Aktienkurs ist, bleibt also offen.

**Fazit:** Nachhaltigkeitsziele sind für Aktionäre dort relevant, wo sie sich direkt auf das Geschäft auswirken. Das gilt etwa für die CO<sub>2</sub>-Ziele für Automobilflotten.

Daimler will in diesem Jahr den CO<sub>2</sub>-Ausstoß seiner Flotte um 20 Prozent senken. Wenn das klappt, so viel ist sicher, dürfte für Vorstandschef Ola Källenius ein Bonus rausspringen. ■

## KAESER GEHT ANS LIMIT

Vergütung der Vorstandschefs der Dax-Konzerne

Manager	Unternehmen	Gesamtvergütung (in Mio. Euro) <sup>1</sup>	Maximalvergütung (in Mio. Euro) <sup>2</sup>
<b>Top Ten 2018</b>			
Bill McDermott <sup>3</sup>	SAP	10,8	34,3
Herbert Diess	VW	7,9	14,0
Bernd Scheifele	Heidelberg Cement	7,3	10,3
Joe Kaeser	Siemens	7,0	14,0
Stefan Oschmann	Merck	6,6	11,4
Dieter Zetsche <sup>4</sup>	Daimler	6,6	10,5
Rice Powell	Fresenius Medical Care	6,2	-
Oliver Bäte	Allianz	6,2	10,0
Christian Sewing	Deutsche Bank	6,0	11,8
Theodor Weimer	Deutsche Börse	6,0	9,5
<b>Geschäftsjahr 2019 (2018)<sup>5</sup></b>			
Joe Kaeser	Siemens <sup>6</sup>	13,0 (7,0)	14,0
Timotheus Höttges	Deutsche Telekom	6,1 (5,4)	10,4
Reinhard Ploss	Infineon <sup>6</sup>	2,5 (2,8)	5,2

<sup>1</sup> gezahltes Gehalt ohne Pensionsaufwand; <sup>2</sup> maximal erreichbares Gehalt inklusive noch nicht zugeteilter Aktien;

<sup>3</sup> seit Oktober 2019 sind Christian Klein und Jennifer Morgan Co-Vorstandschefs; <sup>4</sup> seit Mai 2019 ist Ola Källenius Vorstandschef;

<sup>5</sup> die Vergütung bei den anderen Unternehmen steht noch nicht fest; <sup>6</sup> Geschäftsjahr endet jeweils am 30. September 2019;

Quelle: DSW, TU München, Geschäftsberichte Unternehmen

## Musterrechnung

Hoch bezahlte Berater entwerfen komplexe **Vergütungsregeln**. Sie sollen belegen, dass auch Millionengehälter leistungsgerecht und im Sinn der Aktionäre sind – so auch bei Siemens-Chef Joe Kaeser.

TEXT MARTIN GERTH

**D**ie Vergütungsberichte börsennotierter Unternehmen zu lesen ist kein Vergnügen. Deutsche Konzerne aber treiben es auf die Spitze – auch dank umtriebiger Vergütungsberater. Minutiös listen sie Tabellen und Formeln für Vorstandsgehälter auf, die so komplex sind, dass selbst routinierte Controller an ihre Grenzen kommen.

Noch einfach zu verstehen sind die drei Grundbestandteile, die sich bei fast allen Dax-Konzernen finden: fixes Gehalt, kurzfristige variable Vergütung und langfristig variable Bezüge. Das fixe Gehalt fließt immer – unabhängig vom Erfolg des Unternehmens. Mit den variablen Teilen vergütet der Konzern die persönliche Leistung des Vorstands, gemessen an vorher festgelegten Zielen, für ein Jahr und längerfristig. Für die Struktur der Vergütung gibt es kein Muster. Jedes Unternehmen lässt sich seine eigenen Formeln bauen. Wie das läuft, zeigt das Beispiel Siemens.

### Drittel-Regel bei Siemens

Die Münchner teilen die Vergütung in drei gleiche Teile: Fixgehalt, kurzfristiges und langfristiges variables Gehalt. Der variable Gehaltsteil hängt von bestimmten Gewinngrößen und der Entwicklung des Aktienkurses ab. Für den kurzfristigen Teil der variablen Vergütung sind drei Kriterien relevant: das Ergebnis auf das eingesetzte Kapital, der Gewinn pro Aktie und individuelle wirtschaftliche Ziele. Alle drei Kriterien sind mit jeweils einem Drittel gewichtet.

Den langfristigen variablen Vergütungsteil steuert unter anderem die Performance der Aktie im Vergleich zu der Kursentwicklung der Wettbewerber. Gerechnet wird über vier Jahre. Als Wettbewerber hat Siemens die Konzerne ABB, Alstom, GE, Rockwell und Schneider Electric festgelegt. Beim langfristig variablen Teil des Gehalts fließt kein Geld. Der Vorstand erhält stattdessen Siemens-Aktien – abhängig davon, wie sich der Börsenkurs entwickelt. Zwar zahlt das Unternehmen den Vorständen erst später Pensionen, trotzdem

rechnet es die dafür nötigen Rückstellungen bereits ins Gesamtgehalt mit ein. Je länger der Vorstand im Unternehmen ist, desto höher ist die Pension. Allein für Vorstandschef Kaeser legte Siemens 2019 rund 1,3 Millionen Euro zurück.

Anhand der für den variablen Gehaltsanteil festgelegten Ziele wird eine Zielvergütung einschließlich des fixen Grundgehalts errechnet. Übertrifft der Vorstand diese Ziele, fällt die tatsächliche Gesamtvergütung entsprechend höher aus. Ist der Manager besonders erfolgreich, kann er sein Gehalt vervielfachen. Allerdings ist der Aufschlag nach oben begrenzt. Diese Grenze markiert die Maximalvergütung. Für das Geschäftsjahr 2019 (endet am 30. September) lag die Gesamtvergütung von Siemens-Chef Kaeser einschließlich Pensionsaufwand bei 14 Millionen Euro. Das ist fast das Siebenfache seines Grundgehalts von 2,3 Millionen Euro.

### Reich mit Optionen

Wenn die Aktie gut läuft, treiben

vor allem Aktienoptionen als Teil der langfristigen variablen Vergütung das Einkommen. Dazu teilt das Unternehmen den Managern Optionen auf Aktien zu. Während einer Haltefrist dürfen diese nicht ausgeübt oder verkauft werden. Erreicht die Aktie aber nach Ablauf der Haltefrist einen vorher festgelegten Kurs, bekommt der Manager Aktien günstig oder gratis eingebucht. Bei Siemens beträgt die Haltefrist vier Jahre.

Optionen sollen Manager motivieren, den Aktienkurs und damit auch den Unternehmenswert zu steigern. In den USA machen Gewinne aus Aktienoptionen einen Großteil der Managergehälter aus. Für Kaeser hat sich das Optionsprogramm ausgezahlt. Ende 2018 liefen die Haltefristen für drei Tranchen von Aktienoptionen aus. Im Geschäftsjahr 2019 bekam er deshalb Siemens-Aktien für rund 8,2 Millionen Euro zugeteilt. ■

# 47

**Prozent mehr variables Gehalt**  
als 2013 kassierten die Konzernchefs  
im Dax zuletzt