

Managergehälter

Ratlose Räte

Investoren mischen sich immer stärker in die Vorstandsvergütung ein. Die Aufsichtsräte wissen aber oft nicht, was die Geldgeber genau wollen.



INTERFOTO

Dieter Fockenbrock Düsseldorf

Aufsichtsräte deutscher Konzerne haben das Jahr 2017 in schlechter Erinnerung. Investoren probten den Aufstand, reihenweise wurden Kontrolleure auf den Hauptversammlungen nur knapp oder gar nicht entlastet, Vergütungspakete für Vorstände fielen durch. Konzerne wie Beiersdorf, Continental, RWE, Merck, Münchener Rück und SAP scheiterten am Votum ihrer Eigentümer oder mussten zumindest eine schwere Schlappe einstecken. Unter den 30 wichtigsten Dax-Konzernen brach die Zustimmung zu Vergütungskonzepten auf nie da gewesene 66 Prozent ein. Und in diesem Jahr schossen sich die Kritiker auf Adidas, BASF und BMW ein. Entnervt klagte Münchener-Rück-Chef aufseher Bernd Pischetsrieder einmal öffentlich über die „Missachtung“ der Aufsichtsgremien.

Deutsche Unternehmen sehen sich mit vehementen Forderungen ihrer Eigentümer konfrontiert. Das Problem dabei ist nur: Die Aufsichtsräte wissen oft gar nicht, was die Investoren genau von ihnen wollen.

Eine neue Untersuchung fördert Erschreckendes zutage: Die Hälfte der Investoren und Stimmrechtsberater veröffentlicht keine oder nur unzureichende Anforderungen für die Vorstandsvergütung; in 70 Prozent der Abstimmungsrichtlinien fehlen Informationen, nach denen sich die Unternehmen konkret richten könnten, etwa um Boni zu berechnen. Und wie die Investoren auf der Hauptversammlung abstimmen, ist geradezu erratisch. Michael Kramarsch, Partner der Vergütungsberatung HKP, sieht „erhebliche Defizite“ und vergibt deshalb ein „ungenügend“ in der Gesamtwertung.

Die Beraterfirma hat gemeinsam mit Professor Michael Wolff von der Universität Göttingen und dem Deutschen Investor Relations Verband (DIRK) 40 der wichtigsten Investoren im Dax analysiert, dazu die Stimmrechtsberater International Shareholder Services (ISS) und Glass Lewis. Die Geldgeber und ihre Berater („Proxy-Advisors“) nutzen die Abstimmungen über Vergütungssysteme („Say on Pay“), um Druck auszuüben. Das Ergebnis der Studie, die dem Handelsblatt exklusiv vorliegt: „Investoren erwarten von den Unternehmen, ihren Vorstellungen zu folgen, ohne diese aber vorab hinreichend transparent zu machen.“

Blick in die Glaskugel

„Vorstandsvergütung als Glaskugel?“, fragen sich besorgt die Autoren. Eine „gefährliche Entwicklung“, findet Kramarsch, „denn im Kern geht es um einen Mangel an Kontrolle“. „In der Tendenz war das Ergebnis der Studie zwar nicht überraschend“, sagt der Berater, „im Ausmaß der Defizite aber schon.“ Werner Brandt, Aufseher bei Siemens, Pro Sieben und RWE, verweist auf die „treuhänderische Verantwortung“ der Investoren, Vermögensverwalter und Berater. „Das verpflichtet sie, ihre Erwartungen an die Vorstandsvergütung, ihre Abstimmungsrichtlinien und ihr Abstimmungsverhalten transparent zu machen“, sagte er dem Handelsblatt.

Die Studie untersucht die Richtlinien und bewertet sie mit einer vierstufigen Skala. Die umfangreichste und detaillierteste Guideline stellt der US-Pensionsfonds Calpers den Unternehmen zur Verfügung. Allein acht Seiten sind der Vergütung gewidmet.

Die Top-Investoren in Dax-Unternehmen

Investor	Investiertes Vermögen im Dax in Mrd. US-Dollar ¹	Herkunftsland	Bewertung der Abstimmungsrichtlinien ²
1 Blackrock	105,6	USA	B
2 Vanguard	31,7	USA	D
3 DWS	30,4	D	B
4 Norges Bank	27,6	Europa ²	C
5 Amundi	13,6	Europa ²	B
6 Deka	11,5	D	D
7 Fidelity	11,0	USA	D
8 Harris	10,2	USA	D
9 Allianz Global	9,9	D	B
10 Union Invest	9,5	D	C
Stimmrechtsberater: ISS			B
Glass Lewis			A

HANDELSBLATT // 1) Stand Mai 2018; 2) ohne Deutschland; 3) A = gut, bis D = schlecht Quelle: DIRK/HKP/Uni Göttingen

Kodex-Reform

Die Kommission unter Leitung des Wirtschaftsprüfers Rolf Nonnenmacher hatte im Juni 2017 angekündigt, den Corporate-Governance-Kodex grundlegend zu reformieren. Der Kodex enthält unverbindliche Regeln zur guten Unternehmensführung und -kontrolle. Jetzt liegt ein Entwurf vor, der bis zum 31. Januar diskutiert, angepasst und im Laufe des Jahres 2019 veröffentlicht werden soll.

Das Vergütungssystem soll nach den Vorschlägen der Kommission in Zukunft eine klare Gesamtzielvereinbarung enthalten. Das ist die Vorstandsvergütung, die gezahlt wird, wenn 100 Prozent aller Ziele erreicht werden. Darüber hinaus soll eine maximale Vergütung (Cap) festgelegt werden, also eine Obergrenze, falls Zielvereinbarungen übertroffen werden. In begründeten Fällen sollen bereits gezahlte Vergütungen auch zurückgefordert werden können.

Aufsichtsmandate und Vorstandsverträge sollen auf drei Jahre begrenzt werden. Damit soll vor allem in Kontrollgremien ein Wechsel erleichtert werden. Bislang sind vier bis fünf Jahre üblich. Der Kodex empfahl bisher nur, Vorstandsverträge von fünf Jahren nicht zur Regel zu machen. Aufsichtsräte dürfen künftig maximal fünf Mandate haben, der Vorsitz zählt doppelt. Die Mandatszeit bei einem Unternehmen wird auf zwölf Jahre begrenzt.

Die Unabhängigkeit der Aufsichtsräte soll klarer definiert werden. Der Kodex führt künftig sogenannte Indikatoren auf, nach denen die Unabhängigkeit beurteilt werden kann. Dazu zählen familiäre oder geschäftliche Beziehungen (Berater, Kreditgeber, Lieferant). Der Hausbanker im Aufsichtsrat wäre demnach nicht unabhängig, ebenso wie ein Großaktionär. Das Unternehmen kann sich aber begründet darüber hinwegsetzen. fo

Calpers ist das Topunternehmen in der Wertung. Die Abstimmungsrichtlinien bieten Unternehmen eine detaillierte, verständliche Anleitung, wie Vergütungssysteme gestaltet werden sollten. Das sei geradezu beispielhaft, heißt es in der Studie.

Schlusslicht sind Harris Associates, Capital World Investors, Franklin Advisors, Artisan & Partners und Oddo (Frankfurt Trust). Diese Geldgeber erreichten in keiner einzigen Kategorie auch nur ein „ausreichend“. Northern Cross, Pictet und Commerz Funds Solutions konnten gar nicht bewertet werden, weil sie keine Richtlinien veröffentlichten. Hier stochern Aufsichtsräte komplett im Nebel.

Bemerkenswert: Nicht die Größe des Fonds ist entscheidend. Der zweitwichtigste Investor in deutsche Aktiengesellschaften, die Vanguard Group, erreicht mit Mühe und Not den Durchschnitt. Bei Transparenz und Kommunikation etwa fallen die Geldgeber aus Malvern (Pennsylvania) komplett durch. Keine gute Bewertung erhalten auch die Richtlinien von Deka Investment - obwohl der Sparkassenfonds mit elf Milliarden Euro sechstgrößter Investor ist.

Reform des Aktienrechts

Gut schneidet der Stimmrechtsberater Glass Lewis ab, Rivale ISS liegt eine Bewertungsstufe tiefer. Und unter den Investoren aus Deutschland schneiden DWS und Allianz Global Investors (AGI) am besten ab.

Die Studie erscheint mitten in der Diskussion um eine Reform des Aktienrechts. Ginge es nach der Europäischen Union, würden die Rechte der Aktionäre gestärkt. Brüssel empfahl eine jährliche und verbindliche Abstimmung über die Vorstandsvergütung. Das deutsche Aktiengesetz sieht jedoch vor, dass Vorstandsbezahlung Sache des Aufsichtsrates ist. Es droht ein „austariertes System zu kippen“, warnen die Studienautoren.

Seit Oktober liegt ein Entwurf des Bundesjustizministeriums vor, wie in Deutschland die Aktionärsrechte-richtlinie aus Brüssel umgesetzt werden soll. Die Regierung plant eine „behutsame“ Umsetzung, wie es in dem Papier heißt. Der Gesetzgeber will vorschreiben, dass die Aktionäre alle vier Jahre über die Vergütungspolitik abstimmen müssen - allerdings ohne rechtliche Bindung. Der Aufsichtsrat soll jedoch nach einer Ablehnung binnen eines Jahres ein neues Vergütungskonzept vorlegen.

Bislang war die Vorlage des Vergütungsberichts freiwillig. Das reichte Investoren, um Druck zu machen. Geradezu spektakulär war der Fall SAP, wo Anleger zur Überraschung des Aufsichtsrates den Vorschlag hatten durchfallen lassen. Erst ein Jahr später ging das revidierte Konzept in der Hauptversammlung durch.

Künftig werde das Schwert der Anleger noch schärfer. „Es ist die stärkste Reform des Aktienrechts seit Jahrzehnten“, sagt der Berater Kramarsch. „Die Politik hat Unternehmen wie Investoren das Thema Vorstandsvergütung vor die Füße geworfen.“ Umso wichtiger sei es jetzt zu verhindern, dass es „zu einer einseitigen Ausrichtung am Shareholder-Value-Ansatz kommt“.

Die Investorenstudie warnt eindringlich: Der deutsche Stakeholder-Ansatz, also die Einbeziehung der Interessen von Mitarbeitern, Geschäftspartnern und auch der Gesellschaft, dürfe nicht „als Kind mit dem Bade“ ausgeschüttet werden.

> Kommentar Seite 27