

Handelsblatt

DEUTSCHLANDS WIRTSCHAFTS- UND FINANZZEITUNG

Risiko Ungleichheit

Ökonomie-Nobelpreisträger diskutierten in Lindau. **S. 10**

Ein Kronzeuge gegen Audi

Ein früherer Techniker belastet die Chefetage in Ingolstadt und Wolfsburg. **S. 14**

INFRASTRUKTURINVESTMENTS

DEUTSCHE FINANCE GROUP
INSTITUTIONAL INVESTMENTS

Seite 9

G 02531 NR. 165

MONTAG, 28. AUGUST 2017

PREIS 2,90 €



Steigerte den Wert seines Unternehmens am überzeugendsten: BASF-Chef Kurt Bock.

obs

Kurz notiert

Dax 12 167,94 -0,11 %	E-Stoxx 50 3 438,55 -0,18 %
Dow Jones 21 813,67 +0,14 %	S&P 500 2 443,05 +0,17 %
Gold 1 291,37 \$ +0,39 %	Euro/Dollar 1,1924 \$ +1,06 %

Stand: Schlusskurse Freitag

■ **USA vor Haushaltssperre:** Das schlechte Klima zwischen US-Präsident Donald Trump und dem Parlament in Washington gefährdet die rechtzeitige Einigung über eine höhere Schuldengrenze für den Staatshaushalt. Ohne Kompromiss müssen Anfang Oktober viele US-Bundesbehörden aus Geldmangel die Arbeit einstellen. **Seite 8**

■ **Lauda will Niki zurück:** Ex-Formel-1-Weltmeister Niki Lauda überlegt offenbar, die von ihm gegründete Fluggesellschaft Niki von der insolventen Air Berlin zurückzukaufen. Er habe sein Interesse in einem Brief an den Insolvenzverwalter von Air Berlin bekundet, sagte Lauda in einem Interview. Nun sei er gespannt, ob er überhaupt zu den Verhandlungen eingeladen werde. **Seite 16**

■ **Übernahmegerüchte um Ubisoft:** Europas Marktführer für Computerspiele steht möglicherweise vor einer feindlichen Übernahme durch Vivendi. Der französische Medienkonzern stockt seinen Anteil am ebenfalls französischen Spielehersteller Ubisoft immer weiter auf und will sich nach einem Bericht der Nachrichtenagentur Reuters

noch in diesem Jahr die Mehrheit sichern. Ubisoft-Mitgründer und -Chef Yves Guillemot (Foto) wehrt sich vehement gegen die Übernahme: „Große Unternehmen tun sich schwer, schnell und agil zu sein“, warnt er im Gespräch mit dem Handelsblatt. **Seite 18**

■ **Anklage im Libor-Skandal:** Die Vereinigten Staaten klagen zwei hochrangige Banker der Société Générale an. Die beiden sollen systematisch den wichtigen Referenzzinssatz Libor manipuliert und damit über 150 Millionen Dollar an Schaden verursacht haben. **Seite 31**

Welche Chefs sich lohnen

Zahlen sich hochdotierte Manager für ihre Unternehmen wie Aktionäre immer aus? Der Pay-for-Performance-Check des Handelsblatts zeigt: **Vorstandschefs, die die größten Werte schaffen, gehören nicht unbedingt zu den Topverdienern.**

Dieter Fockenbrock Düsseldorf

Kurt Bock verdient, was er verdient: Der von ihm gelenkte Chemiekonzern BASF hat zwischen 2012 und 2016 sowohl für seine Aktionäre als auch fürs Unternehmen selbst Milliardenwerte geschaffen. Und das bei einer Vergütung, die in diesem Zeitraum mit knapp 25 Millionen Euro eher durchschnittlich ausfiel. Für jeden Euro seines Gehalts schuf Bock 2046 Euro externen Wert und 438 Euro internen Wert. Zu diesem Ergebnis kommt das aktuelle Pay-for-Performance-Ranking, das vom Handelsblatt in Kooperation mit der Universität Göttingen gestartet wurde.

Die Analyse vergleicht etliche Wertschöpfungskennziffern der 30 im Deutschen Aktienindex (Dax) notierten Konzerne mit den Vergütungen der jeweiligen Vorstandschefs. Dabei wird auch klar: Die Topmanager

Top 3 Pay-for-Performance-Index für die Jahre 2012 bis 2016

Rang:

1	BASF
2	Allianz
3	Bayer

HB // Quelle: Dr. Heinz Evers Vergütungsberatung/Universität Göttingen

von SAP oder Daimler gehören zwar zu den Spitzenverdienern (mit je rund 40 Millionen Euro in dem Zeitraum), schufen aber nicht entsprechend mehr Werte im Vergleich zur Spitzengruppe. Beide landen daher trotz ihrer auf den ersten Blick glänzenden Ergebnisse nur auf Rang acht und neun im Handelsblatt-Ranking. Das Führungstrio der größten Wertsteigerer besteht aus BASF, Allianz und Bayer. Dort hätten sich die Chefs nach Meinung des Studienleiters Michael Wolff „im besten Sinne als ökonomisch erwiesen“.

Performance-Analysen werden von Investmentfonds gern als Maßstab dafür genommen, ob sich der Einstieg bei einem Unternehmen lohnt. Schlusslicht des Rankings sind übrigens die Banken und Energiekonzerne. Dort wurden die Chefs auch nicht gerade bescheiden bezahlt - aber sogar Werte vernichtet.

> **Schwerpunkt** Seiten 4, 5

Politik ringt um deutschen Stahl

Geplante Fusion von Thyssen-Krupp Steel und Tata sorgt für Schlagabtausch.

Rund vier Wochen vor der Bundestagswahl gerät die geplante Fusion der Stahlsparte von Thyssen-Krupp mit dem indischen Stahlkonzern Tata in den Bundestagswahlkampf. FDP-Chef Christian Lindner warf der SPD-Spitze vor, die Stahlindustrie kaputt gemacht zu haben. „Die SPD hat in den letzten Jahren eine Energiepolitik betrieben, die genauso ideologisch wie die der Grünen war. Die Wirtschaftlichkeit der deutschen Stahlin-

dustrie wurde fahrlässig kaputtgemacht“, sagte Lindner dem Handelsblatt.

In der Debatte um die Zukunft von Thyssen-Krupp Steel hatten Kanzlerkandidat Martin Schulz und Vizekanzler Sigmar Gabriel (beide SPD) jüngst den Erhalt der deutschen Standorte verlangt und nationale Alternativen nicht ausgeschlossen. Zuletzt hatte es Spekulationen um eine deutsche Stahl AG gegeben - womöglich geschmiedet aus der Stahlsparte von Thyssen-Krupp, der Ge-

orgsmarienhütte des früheren RWE-Chefs Jürgen Großmann und der Salzgitter AG.

Wenn sich jetzt gerade die SPD offen zeigt für eine deutsche Lösung, dann würden die Wettbewerbsnachteile weiter ausgeblendet, so Lindner. SPD-Generalsekretär Hubertus Heil wiederum warf dem FDP-Chef „erschreckende Unkenntnis“ der Stahlindustrie vor. **hea, sig**

> **Bericht** Seiten 6, 7

Belgien 3,70 € Frankreich 4,10 € Großbritannien 3,70 € GSP Luxemburg 3,70 € Niederlande 3,70 € Österreich 3,70 € Polen 22,90 PLN Schweiz 5,80 CHF

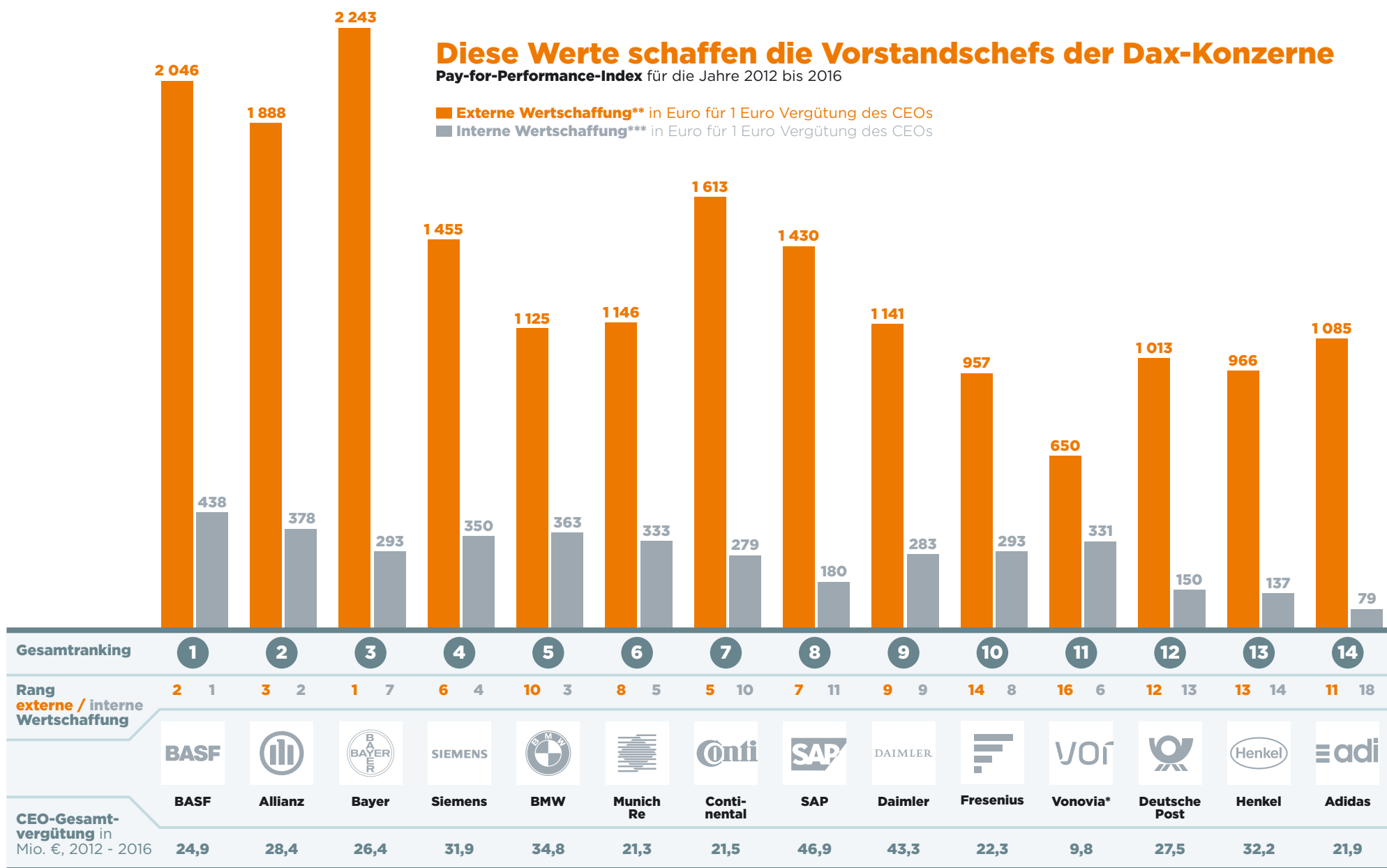
Monatsabonnements: Handelsblatt Print: 62,50 Euro Handelsblatt Print + Digitalpass: 72,49 Euro

Handelsblatt GmbH Abonnementservice: Tel. 0800-0002053 (gebührenfrei innerhalb Deutschlands) Fax 0211 887 3605; hbaboservices@vhb.de

1 0 0 3 3

4 1 7 0 2 3 3 1 0 2 9 0 6

Handelsblatt



Wer ist sein Geld wert?

Ein aktueller Vergleich der 30 Dax-Konzerne zeigt,
 dass die Top-Gehälter der Vorstandschefs nicht gleichzeitig
 auch eine Top-Performance bedeuten.

Dieter Fockenbrock Düsseldorf

Der amerikanische Ökonom Alfred Rappaport hat 1986 mit seiner Forderung nach „wertorientierter Unternehmensführung“ und dem Shareholder Value einen bis heute andauernden Streit über die richtige Unternehmensstrategie ausgelöst. Kurt Bock, Vorstandsvorsitzender des weltgrößten Chemiekonzerns BASF, stellte seinen Aktionären deshalb auf der Hauptversammlung im Mai eine eher rhetorische Frage: „Investieren wir für die Zukunft, oder machen wir besser jetzt Kasse?“

Bocks Antwort: BASF schaffe Werte durch die vernetzte Fabrik. Nebenprodukte einer Anlage seien Rohstoffe für eine andere Fabrik. Die Abwärme eines Betriebs liefere Energie für den nächsten. So spare BASF Rohstoffe und Energie, verringere Emissionen und Transportkosten. Das Modell sei so gut, dass Konkurrenten es kopieren.

”

Investieren wir für die Zukunft, oder machen wir besser jetzt Kasse?

Kurt Bock
 BASF-Vorstandschef, im Mai auf der Hauptversammlung

Ob der Chef des Ludwigshafener Unternehmens damit übertrieben hat, können die Anteilseigner am Pay-for-Performance-Check des Handelsblatts ablesen. Demnach hat Bock für seine Aktionäre und für sein Unternehmen selbst Milliardenwerte geschaffen und liegt, gemessen an seinem Einkommen, in der Gesamtbewertung der Dax-30-Riege auf dem ersten Platz des Handelsblatt-Rankings.

Die Wissenschaftler Michael Wolff und Sebastian Firk von der Universität Göttingen haben für das Handelsblatt die 30 Konzerne des Deutschen Aktienindex (Dax) analysiert. Einerseits wird dabei die Summe der CEO-Vergütung in den fünf Jahren von 2012 bis 2016 mit der externen Wertschaffung verglichen. Da wird die Aktienrendite mit der Marktkapitalisierung multipliziert. Andererseits geht es um die Steigerung des internen Werts gemessen am sogenannten Economic Value Added. Damit ist der operative Gewinn nach Steuern abzüglich der Kapital-

kosten gemeint – eine weitverbreitete interne Kennziffer wertorientierter Unternehmenssteuerung.

Die Analyse zeigt, wie viel interner und externer Wert für jeden Euro CEO-Vergütung geschaffen wurde. Da bei einigen Dax-30-Konzernen der Vorstandschef im betrachteten Zeitraum zwischen 2012 und 2016 gewechselt hat, lassen sich die Ergebnisse nicht bei allen mit ein und demselben Manager verbinden.

Für den internen und den externen Wert werden Einzelrankings erstellt, und daraus wiederum wird ein Gesamtranking gebildet. BASF etwa steht bei der internen Wertschöpfung auf Platz eins, bei der externen auf Rang zwei. In Zahlen: Intern stehen im Zeitraum von 2012 bis 2016 einem Euro Vergütung für Bock 438 Euro Mehrwert gegenüber. Extern sind es 2046 Euro. Konkurrent Bayer brilliert zwar bei der externen Wertschaffung auf Rang eins, bringt es beim Vergleich der internen Wertsteigerung unter den 30 Unternehmen aber nur auf Rang sieben. Macht unterm Strich Platz drei.

Dieser Pay-for-Performance-Check der Dax 30 zeigt auch: Nicht die Vorstandschefs, die am meisten verdienen, zahlen sich für das Unternehmen und seine Aktionäre am meisten aus, sondern das solide Mittelfeld. Das Führungstrio aus BASF, Allianz und Bayer zeichne sich dadurch aus, „über die Jahre 2012 bis 2016 eine gute Performance abgeliefert, jedoch vergleichsweise zurückhaltend vergütet“ worden zu sein, sagt Studienautor Michael Wolff. Zum Vergleich: Dieter Zetsche, Vorstandschef des Autokonzerns Daimler, schaffte interne und externe Werte in etwa gleicher Höhe wie die BASF, verdiente aber fast das Doppelte seines Kollegen aus Ludwigshafen. Mit anderen Worten: Kurt Bock, der das Unternehmen seit 2011 führt, machte

Vorstandsgehälter

SO FUNKTIONIERT DER INDEX

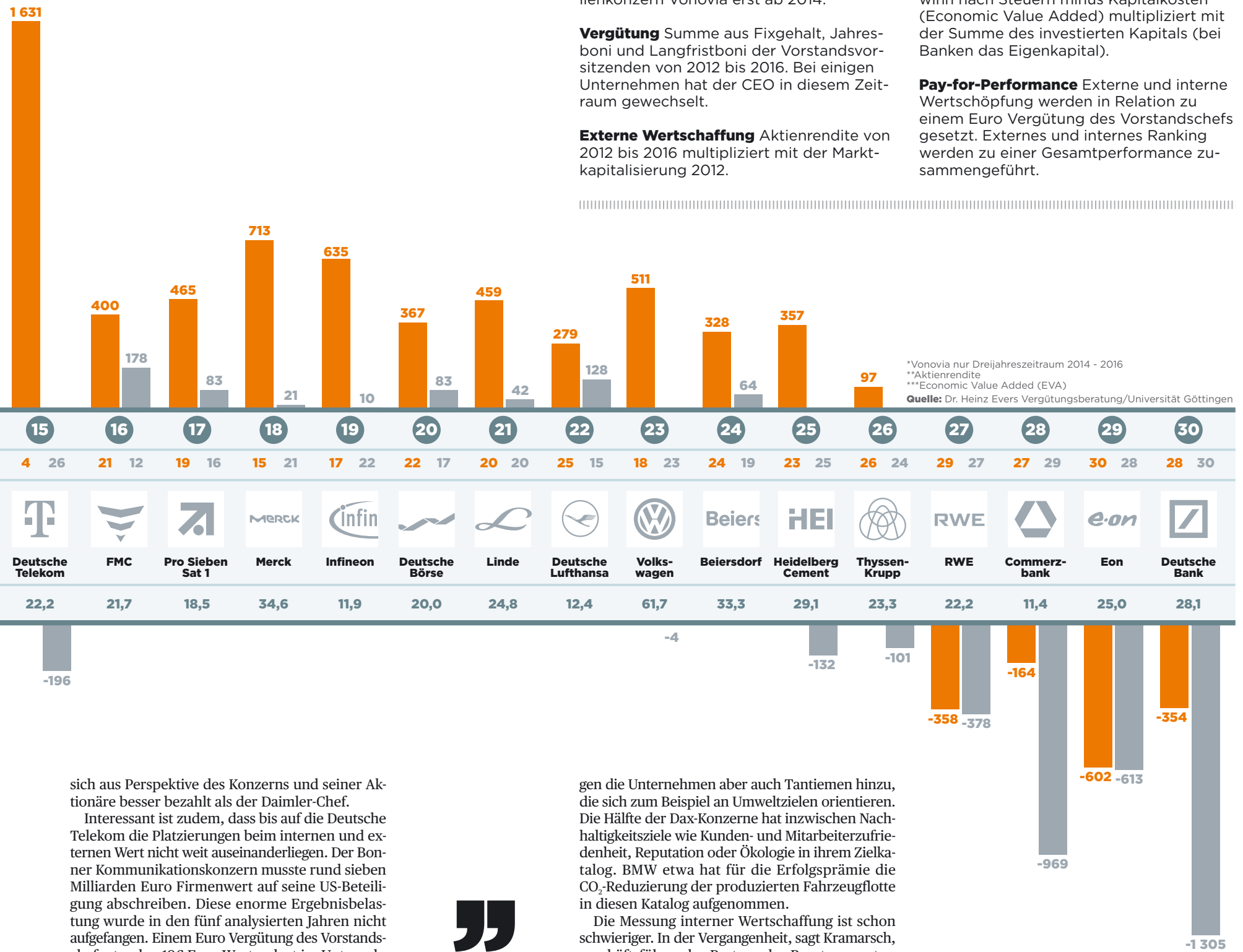
Basis Zahlen der Dax-30-Firmen im Analysezeitraum 2012 bis 2016, für den Immobilienkonzern Vonovia erst ab 2014.

Vergütung Summe aus Fixgehalt, Jahresboni und Langfristboni der Vorstandsvorsitzenden von 2012 bis 2016. Bei einigen Unternehmen hat der CEO in diesem Zeitraum gewechselt.

Externe Wertschaffung Aktienrendite von 2012 bis 2016 multipliziert mit der Marktkapitalisierung 2012.

Interne Wertschaffung Summe aller Wertbeiträge bestehend aus operativem Gewinn nach Steuern minus Kapitalkosten (Economic Value Added) multipliziert mit der Summe des investierten Kapitals (bei Banken das Eigenkapital).

Pay-for-Performance Externe und interne Wertschöpfung werden in Relation zu einem Euro Vergütung des Vorstandschefs gesetzt. Externes und internes Ranking werden zu einer Gesamtpformance zusammgeführt.



sich aus Perspektive des Konzerns und seiner Aktionäre besser bezahlt als der Daimler-Chef.

Interessant ist zudem, dass bis auf die Deutsche Telekom die Platzierungen beim internen und externen Wert nicht weit auseinanderliegen. Der Bonner Kommunikationskonzern musste rund sieben Milliarden Euro Firmenwert auf seine US-Beteiligung abschreiben. Diese enorme Ergebnisbelastung wurde in den fünf analysierten Jahren nicht aufgefangen. Einem Euro Vergütung des Vorstandschefs standen 196 Euro Wertverlust im Unternehmen gegenüber. Immerhin kann sich die externe Rendite sehen lassen. Da schafften Vorstandschef Timotheus Höttges (CEO seit 2013) und sein Vorgänger René Obermann 1631 Euro Wertsteigerung.

Mitentscheidend für erfolgreiches Abschneiden im Pay-for-Performance-Ranking sind auch die Vergütungssysteme der Unternehmen, die Wertsteigerungen honorieren und Manager zwingen, zum Nutzen des Unternehmens und der Eigentümer zu handeln. „Der Vorstand wird nicht für sein Bemühen bezahlt“, sagt der renommierte Vergütungsberater Michael Kramarsch, „sondern für seinen Erfolg.“

Kritik entzündet sich deshalb immer dann an der Vorstandsvergütung, wenn Boni und Tantiemen völlig losgelöst von der tatsächlichen Entwicklung des Unternehmens gezahlt werden. Auch hier lieferte Volkswagen ein Muster dafür, wie man es nicht machen sollte. Die Vorstände bekamen nach dem Aufdecken des Dieselskandals noch Prämien in Millionenhöhe, während der Autokonzern einen Milliardenverlust einfuhr.

Beim Anreiz zur externen Wertschaffung führt praktisch nichts an der Aktienrendite vorbei. Sie signalisiert, welchen Wert das Unternehmen für seine Anteilseigner geschaffen hat. Immer öfter fü-

„
Der Vorstand wird nicht für sein Bemühen bezahlt, sondern für seinen Erfolg.

Michael Kramarsch
Vergütungsberater

gen die Unternehmen aber auch Tantiemen hinzu, die sich zum Beispiel an Umweltzielen orientieren. Die Hälfte der Dax-Konzerne hat inzwischen Nachhaltigkeitsziele wie Kunden- und Mitarbeiterzufriedenheit, Reputation oder Ökologie in ihrem Zielkatalog. BMW etwa hat für die Erfolgsprämie die CO₂-Reduzierung der produzierten Fahrzeugflotte in diesen Katalog aufgenommen.

Die Messung interner Wertschaffung ist schon schwieriger. In der Vergangenheit, sagt Kramarsch, geschäftsführender Partner des Beratungsunternehmens HKP, sei „viel Unsinn“ mit Kennziffern betrieben worden. Vor allem mit sogenannten adjustierten Gewinnzahlen, also Erfolgskennziffern, die auf ganz unterschiedliche Art um Sondereffekte bereinigt wurden. Da haben sich die Unternehmen selbst etwas in die Tasche gelogen.

Und Wertschaffung unterliegt natürlich auch Einflüssen, die Vorstände nicht steuern können. Gleichwohl werden sie dafür bezahlt, Krisen zu managen. Schlusslichter des Pay-for-Performance-Rankings sind die Energiekonzerne Eon und RWE und die Geldinstitute Commerzbank und Deutsche Bank. Sie haben es zwischen 2012 und 2016 nicht geschafft, bei der Aktienrendite und beim Economic Value Added positive Beiträge zu schaffen. Im Gegenteil. Die Chefs der Deutschen Bank verantworten 1305 Euro internen Wertverlust für jeden verdienten Euro. In Summe mehr als 36 Milliarden Euro über den Fünfjahreszeitraum. Das ist aber nicht allein John Cryan zuzurechnen, der die Deutsche Bank erst seit Juli 2015 leitet. Zunächst für knapp ein Jahr in einer Doppelspitze mit Jürgen Fitschen, der im Juni 2012 mit Anshu Jain den Chefposten von Josef Ackermann übernommen hatte.

Auch Volkswagen, das Unternehmen mit dem teuersten Vorstand des Landes, tritt auf der Stelle.

Aber nicht, wie es nach dem Dieselskandal zu erwarten wäre, mit einer miesen externen Performance, weil Investoren die Aktie des Autobauers links liegen lassen. Da schlagen sich die Wolfsburger noch halbwegs. Besorgniserregend sollte vielmehr die unternehmensinterne Werteentwicklung sein. Selbst wenn VW seine CEO-Bezüge halbiert hätte, würde sich an dieser Wertvernichtung zwischen 2012 und 2016 nichts Grundlegendes ändern.

Performance-Sieger BASF hat allerdings noch einen Joker, der möglicherweise mitentscheidend für den Spitzenplatz ist. Der Konzern hat sich von individuellen Boni für seine Vorstände verabschiedet. Solche Boni werden inzwischen als kontraproduktiv für eine nachhaltige Unternehmensentwicklung angesehen.

Die Jahrestantieme basiert jetzt auf der Leistung des Gesamtvorstands und der Höhe der Gesamtkapitalrendite. Der Erfolg dürfte also auch das Ergebnis von Teamwork sein. Vorstandschef Bock sagt dazu, es gehe nicht nur darum, wirtschaftlich erfolgreich zu sein. „Mindestens genauso wichtig ist uns, wie wir das schaffen.“