

# 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

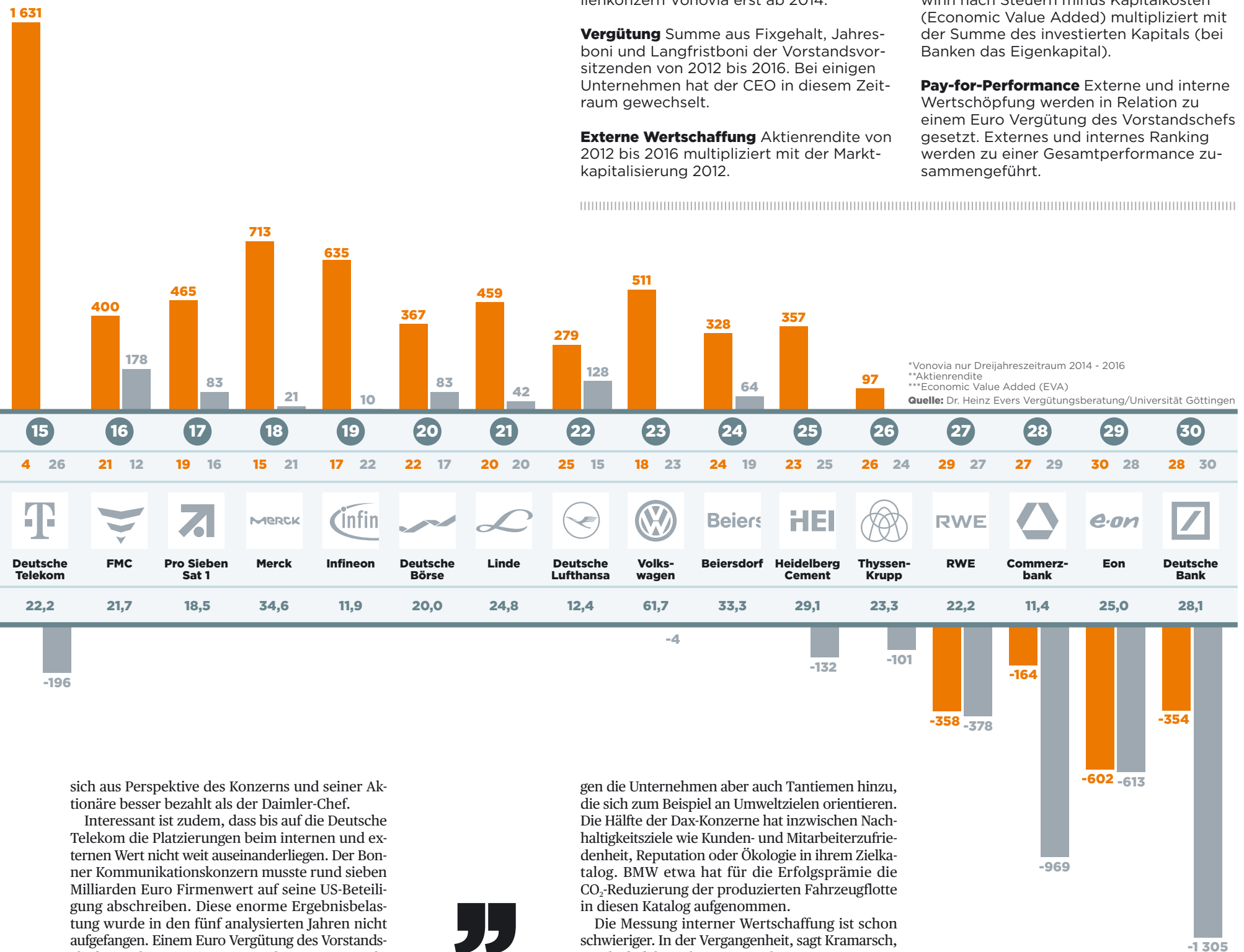
**Basis** Zahlen der Dax-30-Firmen im Analysezeitraum 2012 bis 2016, für den Immobilienkonzern Vonovia erst ab 2014.

**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 CO<sub>2</sub>-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 schlugen sich die Wolfsburger noch halbwegs. Besorgniserregend sollte vielmehr die unternehmensinterne Werteentwicklung sein. Selbst wenn VW seine CEO-Bezüge halbiert hätte, würde sich an dieser Wertevernichtung 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.“