

IM GESPRÄCH: MICHAEL WOLFF, UNIVERSITÄT GÖTTINGEN, UND JAN DÖRRWÄCHTER, HKP GROUP

„Manager reduzieren strategisches Repertoire“

Vergütungsmodelle mit Clawback-Klauseln wirken einer Studie zufolge als Hemmschuh in der Unternehmensentwicklung

Clawback-Klauseln in Vorstandsverträgen setzen sich durch, um bei Pflichtverletzungen von Managern eine bereits ausbezahlte Vergütung zurückfordern zu können. Nach einer Studie der Universität Göttingen kann das zu einem risikoaversen Verhalten führen, das dem Unternehmensinteresse zuwiderläuft.

Von Sabine Wadewitz, Frankfurt

Langjährige Erfahrung gibt es mit Clawback-Klauseln in den USA, wo diese Regeln vor 20 Jahren im Zuge der Aufarbeitung von Bilanzskandalen wie Enron und Worldcom etabliert wurden. Der Wissenschaftler Michael Wolff, Inhaber der Professur für Management und Controlling an der Universität Göttingen, hat mit seinem Team in einer Studie auf Basis von 950 US-Gesellschaften untersucht, welche Auswirkungen solche Klauseln auf die strategische Ausrichtung von Unternehmen und auf ihre Performance haben.

Einseitiges Meinungsbild

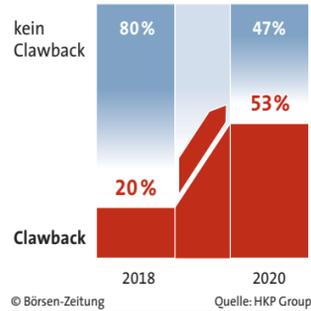
Die Idee zur Studie kam Wolff durch ein aus seiner Sicht allzu positives und einseitiges Meinungsbild zu Clawbacks – bei Investoren und Regulierern. „Wenn alle glauben, dass eine Sache richtig ist, werde ich hellhörig“, sagt er. Er versuchte herauszufinden, ob Manager ihr Verhalten ändern, wenn sie dem Risiko ausgesetzt werden, bei bestimmten Entwicklungen Teile ihres Gehalts zurückzahlen zu müssen.

Die Studie nimmt relevante Entscheidungen in Unternehmen in den Fokus und beleuchtet, ob Konzernlenker mit Clawback-Klauseln ihr strategisches Instrumentarium einengen, also weniger ausprobieren, weniger bereit sind für Innovationen oder in der digitalen Transformation nur das Standardprogramm wagen.

Zuvor hätten sich wissenschaftliche Studien zu Clawback-Klauseln vor allem auf die Analyse erwünschter Effekte fokussiert, erläutert Wolff. In diesen Analysen habe sich bestätigt, dass solche Vergütungsregeln in der Tat die Berichtsqualität verbessern und die Wahrscheinlichkeit von Bilanzmanipulationen verringern. Die US-Börsenaufsicht SEC habe jedoch im Jahr 2015 vor möglichen unerwünschten Wirkungen gewarnt. Denn: Um das Risiko von Gehaltseinbußen zu minimieren, könnten Manager risikobehaftete, aber wertschaffende strategische Instrumente außer Acht lassen. Wenn ein Manager noch keine Erfahrung mit Transaktionen hat, wage er sich zum Beispiel nicht an Übernahmen, um kein Vergütungsrisiko einzugehen.

Klarer Trend

Anteil Clawback-Klauseln im Dax



© Börsen-Zeitung



Michael Wolff



Jan Dörrwächter

ren, weniger bereit sind für Innovationen oder in der digitalen Transformation nur das Standardprogramm wagen.

Diese Befürchtung hat sich im Ergebnis der unter Leitung von Wolff erstellten Studie bestätigt: „Manager reduzieren ihr strategisches Repertoire und beeinträchtigen die Börsenperformance des Unternehmens, wenn Clawback-Klauseln eingeführt werden.“ Somit sind diese Vergütungsregeln aus Sicht der Eigentümer keine gute Idee, resümiert der Wissenschaftler.

Aufsichtsräte sollten sich diesen Zusammenhang bei der Konzeption

von Clawback-Klauseln bewusst machen, mahnt Wolff. „Ein großes strategisches Repertoire bietet Konzernen die Möglichkeit, sich schneller und effektiver an veränderte Marktbedingungen anzupassen.“

In der Ausgestaltung der Clawback-Klauseln wird der Stein der Weisen noch gesucht. Bislang gibt es kein einheitliches Bild, die Vereinbarungen sind oft individuell formuliert, erklärt Rechtsanwalt Jan Dörrwächter, Senior Partner der Unternehmensberatung HKP Group. Üblich sei es, Gehalt zurückzufordern, wenn Bilanzierungsfehler aufgedeckt und Kennzahlen angepasst werden müssen. Die an diese Ziffern geknüpften variable Vergütung wird dann entsprechend korrigiert. „Das ist noch verhältnismäßig eindeutig, weil Voraussetzung und Umfang klar festgelegt sind“, sagt der Berater. „Diese Klausel dürfte in der Wahrnehmung eines Vorstands unproblematisch sein und ist auch juristisch nicht heikel.“ Gleichwohl ist von Aufsichtsratsvorsitzenden zu hören, dass in Vertragsverhandlungen auch dieser Clawback-Auslöser schon zu Diskussionen mit den Vorständen führt.

Schwieriger wird es aus Sicht von Dörrwächter bei Compliance-Clawbacks. Hier geht es um Pflichtverletzungen, etwa Verstöße gegen den Dienstvertrag oder den Code of Conduct, also die Verhaltensregeln im Unternehmen. „Das ist deutlich

schwammiger.“ Der Aufsichtsrat muss beurteilen, wann ein Verstoß erheblich, wann er schwerwiegend und wann eine Compliance-Vorgabe als wesentlich anzusehen ist. Zudem stelle sich die Frage der Rechtsfolge, also der Umfang der Rückforderung. „Auf welcher Basis und in welchem Verfahren soll die Entscheidung getroffen werden“, umreißt Dörrwächter die Problematik.

Um das Ausmaß der Sanktionierung festzulegen, habe der Aufsichtsrat „ein relativ weites Ermessen“, ergänzt der Jurist. „Dabei muss er beurteilen, was im Verhältnis zur Schwere des Verstoßes und zur Wesentlichkeit der verletzten Pflicht angemessen ist.“ Bei unklaren Spielregeln könnten Vorstände die Auswirkungen schwer abschätzen. Das führt nach Einschätzung von Dörrwächter dazu, dass sich die Manager sehr stark auf Risikovermeidung fokussieren.

Teilweise soll mit Clawback-Klauseln auch allgemein eine „schlechte Performance“ bestraft werden, ergänzt Wolff. Die Vielfalt und mangelnde Exaktheit der Klauseln hält auch er für psychologisch problematisch, dies erhöhe die Unsicherheit der Manager. „Wenn man Rückzahlungskriterien vereinbart, müssen sie konkret und kalkulierbar sein“, empfiehlt er.

Kaum Urteile

Dass Vorstände mehr Angst vor Vergütungseinbußen als vor einer schlechten Performance des Unternehmens haben, mag psychologisch erklärbar sein, erscheint aber dennoch befremdlich, denn es geht ja nicht nur um Geld, sondern auch um Reputation. Erstaunlich erscheint das Bestreben nach persönlicher Risikovermeidung auch vor dem Hintergrund, dass es in der Praxis bislang nur sehr wenige Fälle gibt, in denen Rückzahlungen tatsächlich veranlasst wurden. Genauso sucht man vergeblich nach einschlägigen Gerichtsurteilen über strittige Clawback-Fälle.

LVMH-Chef eilt Lagardère zur Hilfe

Börsen-Zeitung, 26.5.2020

wü Paris – Nach Vivendi-Großaktionär Vincent Bolloré und dem früheren Fitch-Eigentümer Marc Ladreit de Lacharrière eilt mit LVMH-Chef Bernard Arnault ein weiterer französischer Industriekapitän dem verschuldeten Erben der Lagardère-Gruppe zu Hilfe. Groupe Arnault werde ungefähr ein Viertel des Kapitals von Lagardère Capital & Management (LC&M) übernehmen, der Holding von Arnaud Lagardère, teilten beide Gruppen mit. Dafür wird sich die Holding des LVMH-Chefs an einer Kapitalerhöhung beteiligen und Aktien von LC&M kaufen. Die Beteiligung sei weniger als 100 Mill. Euro wert, berichtet die zu Arnaults Imperium gehörende Wirtschaftszeitung „Les Echos“.

Arnaud Lagardère hält über LC&M 7,26% an dem von seinem Vater Jean-Luc gegründeten Unternehmen, dessen Hauptaktionär inzwischen der aktivistische Fonds Amber Capital mit mehr 18% des Kapitals ist. Da dessen Gründer Joseph Oughourlian die Unternehmensform der Gruppe als Kommanditgesellschaft auf Aktien in Frage stellt und versucht hat, einen Putsch gegen den Firmenerben durchzuführen, hat Lagardère bekannte Industrielle wie Vincent Bolloré um Hilfe gebeten. Vivendi ist inzwischen mit mehr als 13% des Kapitals zweitgrößter Aktionär des einstigen Airbus-Großaktionärs.

Bernard Arnault und Arnaud Lagardère würden in Bezug auf die Medien- und Reiseeinzelhandelsgruppe gemeinsam handeln, teilten die Gruppen der beiden mit. Er habe dem Vorschlag Lagardères, sich an LC&M zu beteiligen, zugestimmt, weil er sich der Gruppe durch die Freundschaft mit Lagardères Vater sehr verbunden fühle und großen Respekt vor ihr habe, erklärte der LVMH-Chef. Er hat selber von 2004 bis 2012 im Aufsichtsrat gesessen, wo er anschließend für eine kurze Zeit von seinem Sohn Antoine ersetzt wurde. Arnaud Lagardère hat dem Verwaltungsrat von LVMH von 2003 bis 2009 angehört.

Die Lagardère-Aktie legte am Montag an der Börse von Paris 16,2% auf 13,02 Euro zu.

Heftiger Streit zwischen Atlantia und Regierung

Infrastrukturgesellschaft stoppt Investitionen in das Autobahnnetz – Keine Entscheidung über Konzession

Börsen-Zeitung, 26.5.2020
bl Mailand – Der Streit zwischen Italiens Regierung und Atlantia, der Muttergesellschaft des Autobahnbetreibers Autostrade per l'Italia (Aspi), gewinnt an Schärfe. Nach einer Aufsichtsratssitzung teilte Atlantia mit, angesichts der anhaltenden Unsicherheiten wegen des möglichen Entzugs der Konzession für den Betrieb eines 3 000 Kilometer langen Autobahnnetzes würden Investitionen von 14,5 Mrd. Euro gestoppt. Nur die Ausgaben für den Erhalt der Autobahnen würden fortgeführt. Vertreter der Regierungspartei 5

Sterne sprachen von Erpressung. Die Partei droht Aspi seit dem Einsturz der Autobahnbrücke von Genua im August 2018 mit dem Entzug der Konzession.

Der Gesellschaft werden Wartungsfehler bzw. generell fehlende Arbeiten vorgeworfen, die für den Einsturz verantwortlich seien. Die Staatsanwaltschaft ermittelt. Starke Indizien sprechen für mangelnde Instandhaltung. Doch die Diskussionen innerhalb der Regierung ziehen sich fast zwei Jahre hin, ohne dass Premierminister Giuseppe Conte eine Entscheidung getroffen hätte.

Die Ratingagenturen haben Atlantia auf Ramschniveau zurückgestuft, Banken wollen angesichts der Unsicherheit keine Kredite geben. Die mehrheitlich staatliche Förderbank Cassa Depositi e Prestiti (CDP) zahlt eine 2017 vereinbarte Kreditlinie über 1,3 Mrd. Euro nicht aus, und die Coronavirus-Pandemie ließ die Einnahmen einbrechen. Auf den Antrag für einen staatlich garantierten Kredit über 1,25 Mrd. Euro erhält Atlantia seit Wochen keine Antwort.

Mit 30% größter Aktionär von Atlantia ist Benetton. Die Gesellschaft bzw. Aspi haben in Italien

13 500 Beschäftigte und 40 000 Aktionäre.

Atlantia klagt, dass das Verkehrsministerium auf insgesamt neun Briefe nie reagiert hat. Auch auf das Atlantia-Angebot vom März, eine Art Entschädigung von 2,9 Mrd. Euro zu zahlen, gab es keine Antwort. Ein Konzessionsentzug wäre ein negatives Signal an Investoren, von denen einige, darunter Allianz, die EU-Kommission eingeschaltet haben. Der Atlantia-Aktienkurs war am Montag extrem volatil und lag am Nachmittag mit plus 0,04% auf 13,955 Euro ganz leicht im Plus.

Kleine Betriebe trifft die Krise am härtesten

Wirtschaftsminister Altmaier schlägt Milliardenhilfe für Mittelständler vor – Mehr M&A-Transaktionen

Börsen-Zeitung, 26.5.2020
md Frankfurt – Bundeswirtschaftsminister Peter Altmaier (CDU) schlägt in der Coronakrise weitere Hilfen für den Mittelstand im Umfang von mindestens 25 Mrd. Euro vor. Bereits ab Juni sollten Unternehmen eine Überbrückungshilfe bekommen, wie aus einem Eckpunktepapier hervorgeht.

Demnach sollen Selbstständige und Unternehmen mit bis zu 249 Mitarbeitern von Juni bis Dezember monatlich bis zu 50 000 Euro bekommen können, wenn sie für April und Mai einen Umsatzeinbruch von mindestens 60% im Vergleich zur Vorjahreszeit nachweisen können.

Ziel sei es, kleinen und mittleren Unternehmen aus Branchen, die von coronabedingten Auflagen oder Schließungen betroffen sind, falls nötig bis Dezember eine weitergehende Liquiditätshilfe zu gewähren, um so ihre Existenz zu sichern. Die Kosten würden sich allein bis August auf 25 Mrd. Euro belaufen.

Gemäß dem Bundeswirtschaftsministerium sind in den vergangenen Wochen viele Beschränkungen gra-

duell wieder gelockert worden. Dennoch sei bei zahlreichen Unternehmen der Geschäftsbetrieb aufgrund der Coronakrise immer noch ganz oder teilweise eingeschränkt. „Manchen Unternehmen bleibt schlicht keine Zeit mehr“, betonte das CDU-geführte Ministerium am Montag.

Geschäftsmodelle variieren

Nach einer Umfrage des RKW Kompetenzzentrums trifft die Coronakrise kleinste und kleine Betriebe besonders hart. Jedes vierte Unternehmen mit bis zu 50 Mitarbeitern erwartet demnach sehr starke Konsequenzen für das eigene Geschäftsmodell. Bei den größeren Unternehmen mit mehr als 50 Mitarbeitern sei es nur jedes siebte. Insgesamt seien 61% der kleinsten und kleinen Betriebe stark oder sehr stark betroffen. Diese Gruppe von Firmen stellt die überwiegende Mehrheit der Unternehmen in Deutschland.

Andererseits zeigt sich gemäß einer Umfrage der DZ Bank vom April, dass vor allem kleinere Unternehmen mit einem Umsatz von weni-

ger als 5 Mill. Euro im Jahr dank kurzer Entscheidungswege besonders flexibel sind. Unter ihnen hatte zu dieser Zeit beinahe jeder sechste Betrieb eine Neuausrichtung des Geschäftsmodells vorgenommen.

Auch in den nächsten 24 Monaten müssen die kleinen Unternehmen mit bis zu 50 Mitarbeitern gemäß der RKW-Studie stärker als die größeren um ihre Finanzen und ihre Liquidität bangen. Für die Weiterentwicklung des Geschäftsmodells oder Digitalisierung fehlen den kleinen Betrieben offenbar Zeit und Ressourcen.

Die Veränderung des Personalbestands ist gemäß dem RKW zwar bei den kleineren Unternehmen durchaus ein Thema. Den meisten Firmen gehe es aber um die Sicherung oder gar den Aufbau von Beschäftigung.

Auffallend sei, dass sich die Kleinbetriebe häufiger als die größeren Unternehmen mit mehr als 50 Mitarbeitern um ihre regionale Verankerung, die Neugestaltung von Kooperationen und um die Unternehmensnachfolge kümmern wollen oder müssen. Nach der Umfrage spielt in jedem sechsten kleinen Unterneh-

men die Nachfolge in den nächsten 24 Monaten eine Rolle. Das deckt sich mit den Resultaten anderer Studien, wonach die Nachfolgeregelung für die Generation der „Babyboomer“ (Mitte der 1950er bis Ende der 1960er Jahre Geborene) in den Fokus rückt. Die Folge dürften verstärkte Fusionen und Übernahmen (M&A) nach dem Abflauen der Krise sein. Daneben gibt es noch andere Treiber für M&A-Aktivitäten: So brauchen Tausende Mittelständler Kapital für die Expansion ihrer Geschäftsmodelle. Auch Umweltfragen und die Digitalisierung bzw. deren Kosten werden nach der Krise zu mehr M&A-Transaktionen führen.

Nach einer Studie von McKinsey unter kleineren oder mittleren Unternehmen verfolgen bereits 64% der befragten KMU Konsolidierungsmaßnahmen bzw. planen sie, darunter strategische Allianzen oder Fusionen. 60% planen demnach die Übernahme oder den Kauf von Wettbewerbern. Auffällig sei, dass jedes zweite Unternehmen mit positiven Umsatzerwartungen Konsolidierungsmaßnahmen eingeleitet habe.

Bahn fährt Fernverkehr wieder hoch

App warnt vor vollen Zügen

Börsen-Zeitung, 26.5.2020
Reuters Berlin – Die Deutsche Bahn reagiert auf die Entspannung in der Coronakrise und fährt ihr Angebot an Fernzügen wieder hoch. „Es geht langsam bergauf“, sagt Personenverkehrsvorstand Berthold Huber. Für Pfingsten rechnet die Bahn mit einer Auslastung der Züge von 30 bis 40%. Vor der Coronakrise lag sie bei etwa 55%, zu Feiertagen wie Pfingsten noch höher. Auf den wichtigsten Verbindungen werde man nun wieder längere Züge einsetzen. Zudem würden touristische Ziele wie die Alpenregion oder Nord- und Ostsee verstärkt angefahren.

Die abnehmende Unsicherheit der Kunden spiegelt sich auch bei den Buchungen wider: Die Menschen planen jetzt Stück für Stück langfristiger. Im Schnitt würden jetzt Tickets wieder um mehr als eine Woche im Voraus gebucht.

Um eine Überfüllung der Züge zu vermeiden, werde die Bahn-App „DB Navigator“ künftig anzeigen, wenn Züge zu mehr als 50% ausgelastet

seien. Dann sollten Fahrgäste auf weniger ausgelastete Züge ausweichen, um Abstände besser einhalten zu können. Huber betont aber: „Das Ansteckungsrisiko im Zug ist eher gering.“ Dies sehe man etwa am Zugpersonal, das trotz ständigen Kontaktes mit Kunden weniger Ansteckungen aufweise als vergleichbare Bevölkerungsgruppen. Die Klimaauslagen sorgten zudem für einen Luftaustausch und verringerten die Ansteckungsgefahr.

Huber betont, die Bahn werde an ihrem Investitionskurs festhalten und rechnet nicht mit einem dauerhaften Rückgang der Passagierzahlen. Er gehe nicht davon aus, dass die Digitalisierung und Videokonferenzen zu weniger Reisen führen. Im Gegenteil: „Die Mobilität nimmt mit zunehmender Digitalisierung zu“, sagt Huber mit Blick auf andere Länder. Wer gut digital vernetzt sei, habe eher das Bedürfnis, die Menschen auch real zu sehen. „Deswegen bin ich mir sicher, dass das eher weiteren Zuwachs für die Schiene bedeutet.“

Anzeige

Hauptversammlungen in der Corona-Krise 2020

Unternehmen	Logo	Ursprüngl. HV-Termin	Status
Junghenrich AG		28.04.2020	HV wird auf einen späteren Zeitpunkt verschoben
Deutsche EuroShop AG		16.06.2020	HV findet als virtuelle Veranstaltung am 16.06.2020 statt

Sie vermissen Ihren HV-Termin?
Sprechen Sie uns an: Tel. +49 69 2732-189.

Börsen-Zeitung