

Handelsblatt

Corona

Angela Merkel will die Ministerpräsidenten auf Linie bringen.

▶ 8

Karneval

Eine Absage des Frohsinns würde die Wirtschaft massiv treffen.

▶ 23

Apple

Was der geplante Aktiensplit für die Anleger bedeutet.

▶ 34

Amina Mohamed

Wie die WTO-Kandidatin den Welthandel der Zukunft sieht.

▶ 14



Märkte

Dax
13.039 Pkt.
+2,15 %

MDax
27.583 Pkt.
+1,16 %

TecDax
3.119 Pkt.
+1,01 %

E-Stoxx 50
3.326 Pkt.
+2,03 %

Dow Jones
28.188 Pkt.
+0,92 %

Nasdaq
11.342 Pkt.
+0,27 %

S&P 500
3.418 Pkt.
+0,61 %

Nikkei
22.986 Pkt.
+0,28 %

Euro/Dollar
1,1812 US\$
+0,13 %

Gold
1.931,22 US\$
-0,48 %

Öl
44,13 US\$
+1,42 %

Dax Gewinner

1 BASF
+4,07 %
51,58 €

2 Heidelberg Cement
+4,01 %
52,88 €

3 MTU
+3,68 %
150,80 €

Verlierer

1 Delivery Hero
-0,55 %
94,44 €

2 Adidas
+0,15 %
258,90 €

3 VW Vz.
+0,26 %
136,44 €

Stand: 17:00 Uhr

Corona

Koalition plant Milliardenausgaben

Im Kampf gegen die Coronakrise plant die Große Koalition Milliardenausgaben für Schulen, die Bahn, Offshore-Wind und Telemedizin. Das Geld soll aus dem EU-Wiederaufbaufonds kommen. Dem Bund stünden daraus 23 Milliarden Euro zur Verfügung, heißt es in Regierungskreisen. Die Überbrückungshilfen für den Mittelstand sollen bis Jahresende verlängert werden. Bisher sind aus dem 25-Milliarden-Euro-Programm erst 700 Millionen Euro abgeflossen. „Das wirtschaftspolitische Krisenmanagement hat damit einen tiefen Kratzer bekommen“, sagt Grünen-Fraktionschefin Katrin Göring-Eckardt. Die FDP kritisierte bürokratische Antragsprozesse. ▶ 6

Autozulieferer

Weiterer Abbau von Stellen geplant

Die deutschen Autozulieferer stellen sich wegen der Corona-Pandemie noch länger auf schwierige Zeiten ein. Etwa 60 Prozent der Firmen geben an, dass sie einen zusätzlichen Personalabbau planen. Das ist das Ergebnis einer Umfrage des Verbands der Automobilindustrie, die dem Handelsblatt vorliegt. Rund die Hälfte kalkuliert damit, dass zwischen fünf und zehn Prozent der Mitarbeiter gehen müssen. Die Aussichten der Branche sind düster: Jeder zweite Zulieferer rechnet damit, dass erst im Jahr 2022 wieder das Vorkrisenniveau erreicht wird, jeder zehnte sieht dies erst für 2023. ▶ 20

Staatsanleihen

Start für die grüne Bundesanleihe

Ladestationen für E-Autos, Industriestrom aus Wasserstoff oder Klimaschutzprojekte in Entwicklungsländern: Das sollen Investoren künftig mit dem Kauf einer „grünen“ Bundesanleihe fördern. Premiere ist im September, wie Finanzstaatssekretär Jörg Kukies ankündigte. Dann will der Bund seinen ersten grünen Bond mit zehnjähriger Laufzeit und einem Volumen von vier Milliarden Euro ausgeben. Im europäischen Vergleich ist Deutschland allerdings spät dran, so sind etwa Frankreich und Polen seit Jahren mit grünen Anleihen am Markt. ▶ 36

Die geteilte Wirtschaft

Während sich die großen Dax-Konzerne in der Krise mit Liquidität vollpumpen, droht immer mehr kleineren Unternehmen die Insolvenz.

Im September wird der Bundestag darüber beraten, ob die Aussetzung der Insolvenzantragspflicht bis Ende März verlängert wird. Klar ist schon jetzt: Ob in diesem Herbst oder im nächsten Frühjahr, je nachdem, wann die Regelung ausläuft, droht eine Pleitewelle in Deutschland. Davon zumindest gehen Insolvenzverwalter wie auch der weltweit führende Kreditversicherer Euler Hermes aus. Pleiten oder sogenannte Schutzschirmverfahren, wie sie Vapiano, Esprit, Hallhuber und auch Galeria Karstadt Kaufhof beantragt haben, um sich vor dem Zugriff der Gläubiger zu schützen, seien erst der Anfang, sagen die Experten. Gefährdet sind vor allem Maschinenbauer und Autozulieferer sowie Gastronomiebetriebe, Hotels und Messebauer. Doch das ist nur die eine, die dunkle Seite ei-

253

Milliarden Euro umfassen die Barmittel und kurzfristig abrufbaren Zahlungsmittel der 30 Dax-Konzerne. Quelle: Flossbach von Storch

ner geteilten Wirtschaft. Während viele Firmen um ihr Überleben kämpfen, haben sich die börsennotierten Konzerne umfassend mit Liquidität versorgt. Allein die 30 Dax-Unternehmen erhöhten ihre Barmittel und kurzfristig abrufbaren Zahlungsmittel im zweiten Quartal auf 253 Milliarden Euro. Das sind 44 Milliarden Euro mehr als zum Jahreswechsel, und es ist so viel wie nie zuvor. „Viele Unternehmen haben Angst, dass es zu einer Kreditklemme kommt“, erklärt Bilanzexperte Kai Lehmann vom Vermögensverwalter Flossbach von Storch. Mit Krediten und Anleihen verschafften sich die Unternehmen Flexibilität. So stockten BMW, Daimler und VW ihre Liquiditätspolster seit Beginn der Krise jeweils um mehrere Milliarden Euro auf, allein VW um acht Milliarden Euro. Ulf Sommer ▶ Fortsetzung auf S. 4

Investoren erhalten mehr Macht

Das Thema Managergehälter dürfte für etliche Streits sorgen, erwarten Experten.

Mit gestärkten Rechten werden die Aktionäre in die nächste Hauptversammlungssaison gehen können. Vor allem beim Thema Managervergütung dürften die Eigentümer der Aktiengesellschaften ab 2021 mitreden. Regelmäßige Abstimmungen sind nach der Umsetzung der EU-Aktionärsrichtlinie nun Pflicht. Das Problem ist nur: Aufsichtsrat und Vorstand wissen oft gar nicht, was die Geldgeber eigentlich wollen.

Die Zeitenwende in der Aktionärskultur könnte Sprengstoff für künftige Hauptversammlungen bedeuten. Das zeigt eine Studie des Deutschen Investor Relation Verbands (DIRK), der Unternehmensberatung HKP und der Universität Göttingen. Danach sind die Richtlinien zur Ausgestaltung der Vorstandsvergütung der 40 größten Investoren im Dax 30 bislang oftmals unvollständig und unverständlich. Dabei haben Blackrock, Goldman Sachs, Calpers

und andere zusammen mehr als 300 Milliarden Euro im Dax investiert. Ihr Votum bei der Abstimmung auf einer Hauptversammlung hat also Gewicht. Fällt das Gehaltskonzept durch, sind die Aufsichtsräte gut beraten, es zu ändern. Nur elf Investorengruppen bekamen die Bewertung „gut“ und „ausreichend“, darunter die vier deutschen Gruppen Deka, Union, DWS und Allianz Global. Dieter Fockenbrock ▶ 18, 29

Belgien, Luxemburg, Niederlande u. Österreich: 3,70 € / 3,90 €; Frankreich: 4,10 € / 4,50 €; Großbritannien: 3,70 GBP / 3,90 GBP; Schweiz: 5,80 CHF / 6,20 CHF; Polen: 22,90 PLN / 23,90 PLN

Monatsabonnement: Handelsblatt Print: 66,70 Euro; Handelsblatt Print + Premium: 76,60 Euro; www.handelsblatt.com/angebot

Handelsblatt GmbH Kundenservice; Tel. 0900-2233110; kundenservice@handelsblatt.com

PREIS 3,30 €; Handelsblatt

Virtuelle Hauptversammlung: Im kommenden Jahr könnten die Aktionärstreffen turbulent werden.



Corporate Governance

Streit um die Managergehälter

Aktionäre müssen ab 2021 regelmäßig über die Vorstandsvergütung abstimmen. Doch die Aufsichtsräte wissen oft nicht, was die Investoren wollen.

Dieter Fockenbrock Düsseldorf

Die diesjährige Hauptversammlungssaison läuft auf Hochtouren. Meist geht es friedlich zu in diesem Coronajahr 2020, denn bei den virtuell abgehaltenen Treffen bleiben Aktionärsrevolten aus. Die Sorge gilt eher den Folgen der Pandemie für das Unternehmen als der Unternehmensführung. Doch es zeichnet sich ab, dass 2021 ein turbulentes Jahr werden könnte. Vor allem wegen des Reizthemas Vorstandsvergütung.

Eine grundlegende Gesetzesänderung gibt den Investoren mehr Macht. Gleichzeitig dürften die wirtschaftlichen Folgen des Lockdowns, womöglich hohe Arbeitslosenquoten und Kurzarbeiterzahlen, bei weiterhin millionenschweren Vorstandsgehältern für Zündstoff sorgen. „Die Gemengelage“, befürchtet Vergütungsberater Michael Kramarsch, „ist explosiv.“ Auf die Unternehmen komme eine „heiße Saison“ 2021 zu.

Der Gesetzgeber schreibt allen Aktiengesellschaften vor, künftig regelmäßig über die Vergütung der Vorstände abstimmen zu lassen. Mindestens alle vier Jahre über das Vergütungssystem an sich, bei Änderungen sogar umgehend. Ab 2022 sollen die Aktionäre darüber hinaus den Vergütungsbericht aus dem Geschäftsbericht separat absegnen – und zwar jedes Jahr.

Das sind Konsequenzen aus der Umsetzung der EU-Aktionärsrechterichtlinie in deutsches Recht, kurz Arug II genannt. Bislang war es den Gesellschaften freigestellt, das sogenannte Say-on-Pay, also die Billigung des Vergütungssystems, auf die Tagesordnung zu setzen. Nun ist es Pflicht.

Investorenstudie legt krasse Defizite offen

Was Politiker gern als ein Stück Aktionärsdemokratie und Stärkung einer guten Corporate Governance feiern, bereitet Profis allerdings große Sorgen. Investoren gewinnen durch die Gesetzesänderung an Macht und Einfluss. Die Frage aber, was sie eigentlich wollen, bleibt häufig unbeantwortet. Zu diesem Ergebnis kommt die „Investorenstudie 2020“, die der Deutsche Investor Relations Verband (DIRK) gemeinsam mit der Vergütungsberatung HKP unter wissenschaftlicher Leitung des Göttinger Wirtschaftsprofessors Michael Wolff erstellt hat.

„Die Vorstandsvergütung avanciert zu einem jährlich wiederkehrenden Topthema auf den Hauptversammlungen“, heißt es in der Studie, die dem Handelsblatt exklusiv vorliegt. Die Macht werde zugunsten der Investoren verschoben – jedenfalls in Fragen der Vergütung. Und da geht es nicht um die Verteilung von Geld, sondern letztlich um die Steuerung eines Unternehmens. HKP-Partner Michael Kramarsch spricht von einer „Zeitenwen-

de“. Aber: „Die Abstimmungsrichtlinien der Investoren sind derartig unspezifisch, dass sie den Unternehmen keinerlei Orientierung für die Gestaltung ihrer Vorstandsvergütung geben“, warnt der Vergütungsexperte.

Das, so Kramarsch, sei nicht nur unerfreulich, „sondern auch brandgefährlich“. Wenn Investoren die Unternehmen bei ihren Abstimmungskriterien im Unklaren ließen, könnten sie „nach Belieben angreifen“. 2016 war so ein Horrorjahr für deutsche Aufsichtsräte. Vergütungssysteme erhielten im Durchschnitt nur 66 Prozent Zustimmung auf den Hauptversammlungen, wo doch früher sozialistische Mehrheiten weit oberhalb der 90 Prozent üblich waren.

Selbst wirtschaftlich erfolgreiche Unternehmen wie SAP waren nicht gegen Attacken der Investoren gefeit. Sie fanden vor drei Jahren die Bezahlung der Vorstände nicht zeitgemäß. SAP-Mitgründer und -Chefaufseher Hasso Plattner musste notgedrungen nachbessern.

Das vorläufige Fazit der Saison 2020 mit 89 Prozent Zustimmung wirkt zwar ermutigend. Dennoch fallen weiterhin Vergütungssysteme bei Aktionären durch. Rheinmetall schaffte nur 44 Prozent Zustimmung, weil die Aktionäre höchst unzufrieden waren mit der Umsetzung neuer Vergütungsprinzipien. Auch die Deutsche Börse schnitt mit ihrem 65-Prozent-Votum nicht gerade berauschend

89

Prozent Zustimmung bekamen die Vergütungssysteme der Konzerne im Durchschnitt von den Aktionären auf den Hauptversammlungen 2020.

Quelle: DIRK/HKP

ab. Es wirkte wie ein Denkkzettel für den scheidenden Aufsichtsratschef Joachim Faber, der viel Kritik für die üppige Vergütung des früheren Vorstandsvorsitzenden Carsten Kengeter einstecken musste.

Solche geringen Quoten sind Warnsignale an das Management, etwas zu unternehmen. Dass die Abstimmungen nur „konsultativ“, also nicht bindend für die Unternehmen sind, „macht eine Abstimmung nicht ungefährlich“, warnt Berater Kramarsch. „Diesen Kampf gegen den Willen der Investoren haben weltweit schon viele Unternehmen aufgenommen. Aber alle haben ihn verloren.“ DIRK-Geschäftsführer Kay Bommer macht den Aktiengesellschaften auch keine Hoffnung, dass sich die Lage einmal entspannen könnte. „Die Unternehmen werden sich darauf einstellen müssen, dass wir nie wieder 98 Prozent sehen werden.“

Problem ist nur: „Die Unternehmen können gar nicht mehr alle Wünsche der Investoren erfüllen. Dazu ist die Kakophonie der Forderungen zu groß“, sagt Bommer. Investoren müssten daher in Zukunft auch Mehrheitsentscheidungen unter den Anteilseignern akzeptieren, auch wenn die nicht ihren Vorstellungen entsprechen.

Dazu kommt ein Trend, der auf den ersten Blick erfreulich ist, auf den zweiten aber allen Aufsichtsräten und Vorständen eine Warnung sein sollte. Seit der ersten Investorenanalyse vor zwei Jahren ist laut Studie ein Viertel der Richtlinien präziser formuliert worden. Das ist sehr positiv. Doch sind „Investoren mit detailreichen Guidelines oftmals kritischer in ihrem Abstimmungsverhalten“. Auch das stellt die Studie fest. Es wird also nicht einfacher für die Manager.

Dabei hatte auch die Corporate Governance Kommission gerade erst ihre Regeln zur Unternehmensführung mit dem Schwerpunkt Vorstandsvergütung reformiert. Der Kodex soll Unternehmen wie Investoren als Richtschnur gelten.

Die Kodex-Kommission hat nach langer und heftiger Debatte über die richtigen Leitlinien jetzt eine „ausgewogene Lösung gefunden“, findet Bommer. Trotzdem gebe es Aktionäre, die nicht zufriedengestellt sind. „Einige Investoren akzeptieren den Kodex nicht als Standard“, stellt Bommer fest, „und meinen, sie müssten ihre eigenen Vorstellungen zur Vergütung oben draufsetzen.“

Noch unangenehmer: Investoren kündigen laut Studie sogar an, trotz ihrer Abstimmungsrichtlinien von Fall zu Fall entscheiden zu wollen. Der US-Investor Vanguard zum Beispiel. Oder Franklin Templeton Investments. Die Gruppe hat zwar sechs Milliarden Euro im Dax investiert, neigt auch dazu, Vergütungssysteme abzulehnen, fällt aber bei elf von zwölf Kriterien zur Bewertung der Abstimmungsrichtlinien komplett durch.

Die Studie untersucht Richtlinien zur Vorstandsvergütung der 40 relevanten Investorengruppen im Deutschen Aktienindex Dax-30. Deren Gesamtinvestment liegt bei über 300 Milliarden Euro. Analysiert wurden auch die weltgrößten Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis, die sich bei deutschen Gesellschaften immer wieder in die Vergütungsdebatte mit ihren Empfehlungen einmischen. Private und staatliche Geldgeber wie Mxingvest (Familie Herz), der Bund oder Kuwait Invest sowie aktivistische Investoren wie Elliott oder Cerberus sind in der Studie nicht berücksichtigt.

Vier große deutsche Investoren unter den Top 10

Die Richtlinien der Investoren erhalten Bewertungsnoten von A (detailliert) bis D (schlecht) nach den Kriterien Vergütungshöhe, Vergütungssystem und Transparenz. Als Gesamturteil über alle 40 Investorengruppen kommt nur ein eher unterdurchschnittliches C heraus. Die Hälfte der Investorenrichtlinien ist schlicht mangelhaft. Vorstandsvergütung findet bei den meisten Investoren zwar Erwähnung, doch die Vorstellungen sind so unpräzise formuliert, dass Aufsichtsräte und Vorstände damit nichts anfangen können. Fazit der Studienautoren: Da ist noch „viel Luft nach oben“.

Es geht aber besser. Elf Investoren zeichnen sich durch brauchbare Richtlinien aus und werden mit den Noten A und B bewertet. Das gilt auch für ISS und Glass Lewis, die andere Investoren bei der Abstimmung beraten. Besonders auffällig ist das Abschneiden der deutschen Deka Investment und Union Investment, die Investorengruppen der Sparkassen und Genossenschaftsbanken.

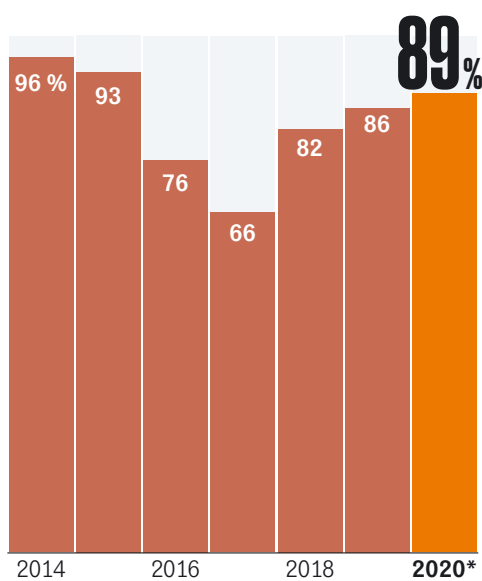
Deren Guidelines werden diesmal mit der Bestnote A bewertet. Zu nahezu jedem Kriterium würden detaillierte Erwartungen erläutert, die sich direkt und ohne weitreichende Interpretation umsetzen ließen, heißt es in der Analyse. Deka Investment nennt sogar konkrete Zahlen sowie den idealen Anteil der Festvergütung und des einjährigen Bonus an der Gesamtvergütung.

Bei der Investorenstudie vor zwei Jahren schnitten beide noch deutlich schlechter ab. Damit befinden sich nun die vier großen deutschen Investoren Deka, Union, DWS sowie Allianz Global unter den Top-10-Investoren.

Das allerdings ändert wenig an dem generellen Kommunikationsdefizit der milliardenschweren Investoren. Die Autoren der Studie fordern daher „klare und verständlich formulierte“ Richtlinien. Nur das zeige „verantwortliches Investieren“ und verhindere „erpresserische Willkür im Stimmverhalten“. Denn es gilt die Erkenntnis des Vergütungsberaters Kramarsch: „Der Kampf gegen die Eigentümer ist nicht zu gewinnen.“

Managergehälter unter Beobachtung

Zustimmung für Vergütungssysteme auf Hauptversammlungen in Prozent



Gute Abstimmungsrichtlinien

Investoren ¹	Be-wertung ²	Her-kunft	Investment im Dax
Deka Invest	A	D	8,4 Mrd. €
Blackrock	A	USA	86,2 Mrd. €
Union Invest	A	D	9,9 Mrd. €
Allianz Global	B	D	7,8 Mrd. €
JP Morgan	B	USA	4,5 Mrd. €
Calpers	B	USA	3,7 Mrd. €
CPP	B	Kanada	2,9 Mrd. €
DWS	B	D	20,3 Mrd. €
UBS	B	Europa	4,5 Mrd. €
BNP	B	Europa	5,3 Mrd. €
Nuveen	B	USA	3,6 Mrd. €

Stimmrechtsberater

Glass Lewis	A
ISS	B

1) Top-Bewertungen von insgesamt 40 Investoren/Stimmrechtsberater; 2) Bewertung: A (detailliert) bis D (nicht anwendbar)
*Stand: 16.7.2020 • Quellen: HKP/DIRK/Uni Göttingen; Investorenstudie 2020

HANDELSBLATT

Nachgefragt



„Die Enttäuschung wird groß sein“

DSW-Aktionärsschützer **Marc Tüngler** erwartet, dass die Vergütungssysteme die Coronakrise nicht widerspiegeln werden.

Herr Tüngler, das Jahr 2021 verspricht ein besonderes zu werden in puncto Managergehälter. Was sind Ihre Erwartungen?

Wir werden keinen Rückgang der Managergehälter eins zu eins zu den durch die Coronakrise entstandenen Verlusten sehen. Die Vergütungssysteme können und sollen diesen Geschäftseinbruch nicht widerspiegeln. Sie beruhen meist nur zu einem Drittel auf kurzfristigen Geschäftszahlen. Sie sind – und das ist auch gut und richtig so – auf Langfristigkeit und nachhaltiges Managen angelegt. Die Enttäuschung wird dennoch bei vielen Menschen groß sein, die durch die Coronakrise ihren Job verloren haben oder durch Kurzarbeit erhebliche Gehaltseinbußen hatten. Der Verzicht von Topmanagern auf Gehalt war und ist deshalb meines Erachtens alternativlos.



Die Manager, die sich derzeit in Verzicht üben, sind eher Getriebene, als dass sie einen Heiligenschein tragen.

Marc Tüngler
Hauptgeschäftsführer der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)

Bringen neue Vergütungssysteme mehr Transparenz?

Die Aktionärsrichtlinie Arug II wird zu einem Schub bei der Transparenz führen. Die Dax-Konzerne wie SAP und die Deutsche Bank haben da schon ihre Hausaufgaben gemacht. Ihre Vergütungsberichte sind kürzer und besser verständlich geworden. Unser Appell als Aktionärsschützer lautet aber weiter: Abrüsten, bitte! Vereinfacht die Vergütungssysteme

Was ist mit den Pensionszulagen?

Es gibt schon Konzerne wie Bayer, die künftigen Vorständen gar keine Pensionszusagen mehr geben. Damit einher geht häufig dann ein höheres Fixgehalt in der Gegenwart. Doch das ist allemal besser als diese Pensionszulagen, die die Unternehmen zukünftig wenig kalkulierbar belasten.

In der Coronakrise haben einige Topmanager auf Gehalt verzichtet. Ist das eine neue Bescheidenheit?

Eine neue Bescheidenheit? Eher nicht. Ein erwachtes Reputationsbewusstsein? Ja. Die Manager, die sich derzeit in Verzicht üben, sind eher Getriebene, als dass sie einen Heiligenschein tragen.

Machen die Investoren eigentlich überwiegend einen guten, professionellen Job?

Gerade das Thema Managervergütung führt institutionelle Anleger und die DSW verstärkt zusammen. Die neue Regulierung macht das Thema Vergütung auch für Investoren wichtiger. Schließlich müssen die Konzerne nicht nur über Nachhaltigkeitskriterien berichten, sondern diese in puncto Vergütung im Jahr 2021 auch zum ersten Mal nachvollziehbar einbeziehen. Das Bewusstsein der Investoren für Nachhaltigkeit ist grundsätzlich gestiegen, und zwar zum einen durch den regulatorischen Druck und zum anderen durch ein verstärkt ethisch-moralisches Selbstverständnis. Das sind nicht länger nur Lippenbekenntnisse. Eine gute Entwicklung.

Welche Faktoren werden 2021 in puncto Corporate Governance noch eine Rolle spielen?

Nach dem Fall Wirecard muss sich jeder Aufsichtsrat grundlegend mit den Themen Compliance und Integrität auseinandersetzen. Er muss auch das eigene Rollenverständnis in Abgrenzung zum Wirtschaftsprüfer und Vorstand hinterfragen und neu austarieren. Auch beim Thema Vielfalt wird es neuen Schwung geben. Schließlich hat der Wirecard-Aufsichtsrat auch komplett versagt, weil er schlecht besetzt war.

Die Fragen stellte Tanja Kewes.