Prof. Dr. Hagen Lindstädt/Dr. Marc Steffen Rapp/Dr. Michael Wolff*)

Studienergebnisse zur Vergütung von Vorstandsorganen

Durch spektakuläre Einzelfälle rückte insbesondere in den letzten Monaten die Vergütung von deutschen Vorständen in den Fokus der öffentlichen Diskussion, an welcher sich nun auch in zunehmendem Maße die Parteien beteiligen. Dieser Bericht fasst die wesentlichen Ergebnisse einer vom Institut für Unternehmensführung der Universität Karlsruhe (TH) und dem Center for Entrepreneurial Finance (CEFS) der Technischen Universität München durchgeführten Studie für Unternehmen der vier wesentlichen deutschen Aktienindizes (DAX, MDAX, SDAX und TecDAX) zusammen.

I. Einleitung

Die sich im Windschatten der öffentlichen Diskussion einerseits und der Änderungen des regulatorischen Umfelds (z.B. Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz) andererseits einstellende Transparenz ermöglicht es erstmalig, sowohl die Höhe als auch die Struktur der Vergütung von Vorstandsorganen detailliert zu analysieren. Die vom Institut für Unternehmensführung der Universität Karlsruhe (TH) und dem Center for Entrepreneurial Finance der Technischen Universität München durchgeführte Studie nutzt die gewonnene Transparenz und untersucht die Vergütungssysteme der in DAX, MDAX, SDAX und TecDax notierten Unternehmen für die Jahre 2005 und 2006, wobei als Stichtag für die Indexzugehörigkeit der 30.12.2005 gewählt wurde. Als Vergütungselemente wurden sowohl kurz- (Fixum und Bonuszahlungen) als auch langfristig orientierte (z.B. Aktienoptionsprogramme) Vergütungsinstrumente erfasst. Pensionen und Abfindungen wurden im Rahmen der Studie nicht berücksichtigt. Die Grundlage der Analysen bildeten die in den Geschäftsberichten der einzelnen Aktiengesellschaften veröffentlichten Vergütungsberichte (in Einzelfällen wurden auch die IR-Abteilungen direkt angesprochen, sofern die Angaben in den Geschäftsberichten nicht aussagekräftig waren).

Kern der Studie ist die Beantwortung dreier Fragen: 1.) Wie hoch ist die durchschnittliche Gesamtvergütung pro Vorstandsmitglied? 2.) Wie setzt sich die durchschnittliche Gesamtvergütung zusammen? 3.) Wie ist es um die Performance-Sensitivität der Vergütung in deutschen Aktiengesellschaften bestellt? Eine Zusammenfassung der wesentlichen Studienergebnisse bezüglich dieser drei Fragen findet sich in den nächsten drei Abschnitten.

II. Höhe der Vorstandsvergütung

Abbildung 1 zeigt die durchschnittliche Pro-Kopf-Vergütung von Vorständen deutscher Aktiengesellschaften für die Jahre 2005 und 2006. Auffällig sind die deutlichen Unterschiede zwischen den unterschiedlichen Indizes: So hat ein DAX-Vorstand im Jahr 2006 im Mittel ca. das 4,0-Fache eines Vorstands eines SDAX-Unternehmens als Entlohnung erhalten. Sogar im Vergleich zu den Vorständen von MDAX-Unternehmen besteht ein deutlicher Unterschied (ca. 2,0-Fache). Detailliertere Analysen zeigen, dass diese Unterschiede sogar noch weiter zunehmen, sofern man nur die Vergütung der Vorstandsvorsitzenden miteinander vergleicht.

Abb. 1: Durchschnittliche Gesamtvergütung je Vorstandsmitglied

	DAX	MDAX	SDAX	Tec-DAX	Ge-samt
Jährliche Pro-Kopf-Vergütung (in Tsd. Euro)*	2.640	1.312	658	727	1.293
Multiple für einen DAX-Vorstand		2,01	4,01	3,63	2,04

*Gemessen als der Durchschnitt der in 2005 und 2006 dem Vorstand der jeweiligen Gesellschaft gewährten Bezüge dividiert durch die Anzahl der Vorstandsmitglieder der Gesellschaft

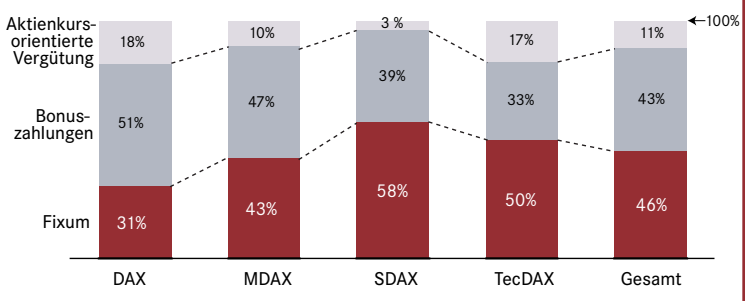
III. Struktur der Vorstandsvergütung

Neben der Höhe der Vergütung wurde auch untersucht, wie sich die Entlohnung auf die drei wesentlichen Bestandteile (Fixum, Bonuszahlungen und aktienkursorientierte Elemente wie z.B. Optionen oder Aktien) von Vergütungsverträgen verteilt (vgl. Abbildung 2). Dabei zeigen sich insbesondere zwei überraschende Ergebnisse: Erstens die nach wie vor große Bedeutung der Fixvergütung bei einem Großteil der Unternehmen. Abgesehen von den DAX-Unternehmen macht die Fixvergütung jeweils mindestens 43% der Gesamtvergütung der Vorstände aus. Zweitens überrascht der Anteil der aktienkursorientierten Vergütung von durchschnittlich nur 11%. Überraschend ist Letzteres insbesondere vor dem Hintergrund, dass sich die öffentliche – oft polemisch geführte – Diskussion in vielen Fällen ausschließlich um diesen Vergütungsbestandteil dreht. Es existiert also eine

„Eine größere Performancesensitivität der Vorstandsvergütung wäre wünschenswert."

*) Prof. Dr. Hagen Lindstädt, Universität Karlsruhe (TH), Dr. Marc Steffen Rapp, Technische Universität München, Dr. Michael Wolff, Universität Karlsruhe (TH).

Abb. 2: Zusammensetzung der Gesamtvergütung

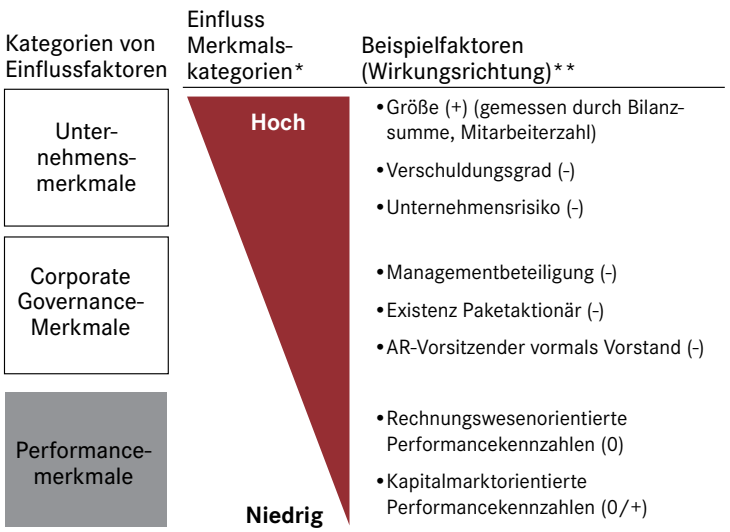


* Mittelwerte für die Jahre 2005 und 2006; Stichprobendefinition zum 30.12.2005

große Diskrepanz zwischen der öffentlichen Wahrnehmung (aufgrund spektakulärer Einzelfälle) und der ökonomischen Bedeutung eines Vergütungsbestandteils.

Analog zur Höhe der Vergütung zeigen sich auch bei Betrachtung der Vergütungsstrukturen deutliche Unterschiede zwischen den Unternehmen in Abhängigkeit von der Indexzugehörigkeit. Erstens nimmt der Anteil der variablen Vergütung (als Summe von Bonuszahlungen und der aktienkursorientierten Vergütung) bei den Indizes mit den kleineren Unternehmen (SDAX und TecDAX) deutlich ab. Während im DAX die variable Vergütung ca. 69% ausmacht, sind dies im SDAX nur noch 42%. Ein umgekehrter Trend ist bei der Bedeutsamkeit der aktienkursorientierten Vergütung erkennbar. Während bei SDAX-Unternehmen die Vergütung von Vorständen nur zu 3% mittels dieses Vergütungselements erfolgt, sind es bei DAX-Unternehmen bereits 18%. Dies ist insofern erklärbar, als nur 24% der Unternehmen des SDAX grundsätzlich eine aktienkursorientierte Vergütung vorsehen (DAX: 86%, MDAX: 55%, TecDAX: 57%).

Abb. 3: Wesentliche Ergebnisse der Regressionsanalysen



* Gemessen mittels des adjustierten R^2-Maßes, d.h. des Erklärungsgehalts der Merkmale
** Symbole für Wirkungsrichtung: (+) Positiv, (-) Negativ und (0) keine Wirkung (jeweils bezogen auf die relevante Stichprobe)

IV. Performancesensitivität der Vorstandsvergütung

Abschließend geht die Studie der Frage der Performancesensitivität der Vergütung nach. Dazu wird zunächst mittels einer statistisch abgesicherten Regressionsmethodik untersucht, welche hauptsächlichen Einflussfaktoren die Höhe der Vergütung determinieren (Abbildung 3 gibt einen Überblick über die Ergebnisse). Drei Kategorien von möglichen Einflussfaktoren wurden dabei berücksichtigt:

- Unternehmensmerkmale (z.B. Bilanzsumme des Unternehmens, Verschuldungsgrad, etc.),
- Corporate Governance-Merkmale (z.B. Managementbeteiligung, Stimmrechtsanteile des größten Paketaktionärs und ob der amtierende AR-Vorsitzende zuvor im Management der Gesellschaft beteiligt war) und schließlich
- Performancekennzahlen der Gesellschaft (Eigenkapitalrendite und Kapitalmarktperformance gemessen als Total Shareholder Return).

Wie die obige Diskussion der Vergütungshöhe bereits erahnen lässt, weisen Unternehmensmerkmale in der Analyse eine erwartungsgemäß sehr hohe Erklärungskraft auf. Auch die untersuchten Corporate Governance-Merkmale zeigen noch eine hohe Erklärungskraft: Existiert ein großer Paketaktionär oder ist das Management selbst signifikant am Unternehmen beteiligt, so wirkt sich dies deutlich dämpfend auf die Höhe der Vorstandsvergütung aus. Weiterhin zeigt sich, dass ein AR-Vorsitzender, welcher zuvor selbst aktiv im Management der Gesellschaft involviert war, ebenfalls zu einer geringeren Vorstandsvergütung führt. Hervorzuheben ist schließlich die nur sehr schwach ausgeprägte Performancesensitivität der Vergütung der in der Untersuchung berücksichtigten Unternehmen. Während der Total Shareholder Return (als Summe aus Aktienkurs- und Dividendenrendite) zumindest einen schwach positiven Einfluss auf die Vergütung aufweist, zeigt sich kein – zumindest kein statistisch signifikanter – Zusammenhang zwischen der buchhalterischen Eigenkapitalrendite (oder alternativer buchhalterischer Performancekennzahlen) und der durchschnittlichen Vergütungshöhe. Weiter gehende Analysen im Rahmen der Studie weisen jedoch darauf hin, dass zwei Mechanismen die Performancesensitivität positiv beeinflussen: einerseits die Existenz eines Paketaktionärs bzw. eine hohe Managementbeteiligung und andererseits wiederum ein AR-Vorsitzender, welcher zuvor selbst aktiv im Management der Gesellschaft involviert war.

Angesichts der öffentlichen Diskussionen und der in vielen Hauptversammlungen geforderten Angemessenheit der Vorstandsvergütung in den letzen Monaten bleibt abzuwarten, inwieweit die Performancesensitivität weiter zunimmt. Die im Herbst 2008 erscheinende Neuauflage der Studie wird ggf. schon Hinweise auf diese Frage geben können. Aus Sicht der Aktionäre wäre dies eine wünschenswerte Entwicklung in die richtige Richtung. Dies gilt insbesondere für Unternehmen mit einer atomistischen Aktionärsstruktur.