

# PAY FOR PERFORMANCE – ALLE MACHT DEM TOTAL SHAREHOLDER RETURN?

Der Pay-for-Performance-Gedanke sollte sich auf ein möglichst ganzheitliches und ausbalanciertes Anreizsystem stützen

Von Regine Siepmann



Auf Hauptversammlungen kommt die Vergütung des Vorstands zur Sprache.

© arismart/iStock/Thinkstock/Gettyimages.

Im Zulaufen auf die diesjährige Hauptversammlungssaison zeigt sich einmal mehr, wie stark das Thema Vorstandsvergütung und das sogenannte Say on Pay, also die Billigung des Systems der Vorstandsvergütung durch die Aktionäre eines Unternehmens, im Fokus von

Öffentlichkeit, von Investoren und von Stimmrechtsberatern stehen.

Im Rahmen der Entscheidungsfindung, ob ein System die Zustimmung erhält, kommt dem Pay-for-Performance-Gedanken entscheidende Bedeutung zu. So lassen sich in nahezu allen Abstimmrichtlinien oder -empfehlungen – ob nun von großen institutionellen Investoren, Kleinaktionärsvertretern oder Stimmrechtsberatern – Verweise auf eine an möglichst klaren Leistungs- bzw. Erfolgskriterien orientierte Vorstandsvergütung finden.

Im Grundsatz ist dieser Wunsch absolut verständlich und sachgerecht – soll doch eine gute bis sehr gute Vergütung (Pay) des Vorstands mit einem entsprechend guten bis sehr guten Unternehmenserfolg (Performance) einhergehen. Schließlich schuldet der Vorstand mit seiner Leistung den Erfolg und nicht allein ein Bemühen. Doch wer der jeweiligen Definition von Unternehmenserfolg auf den Grund geht, stellt in der Regel schnell fest, dass hier durchaus unterschiedliche, wenn nicht gar kontroverse Sichtweisen bestehen.

## An- und Einsichten des Kapitalmarkts

Geht es nach dem global einflussreichsten Stimmrechtsberater ISS, ohne dessen Placet derzeit kaum ein Say on Pay realistische Erfolgsaussichten hat, gibt es eine all-gemeingültige Formel zur Bemessung von Unternehmenserfolg, die auf der erwirtschafteten Aktienrendite, dem sogenannten Total Shareholder Return (TSR), also der Aktienkursentwicklung und Dividendenausschüttung über einen bestimmten Zeitraum, beruht. Nach dem europäischem P4P-Model 2018 von ISS wird zum einen die zur Abstimmung stehende Vergütung (shöhe) des Vorstandsvorsitzenden mit der Medianvergütung in einer von ISS zusammengestellten Vergleichsgruppe verglichen („Multiple of Median“). Zum anderen erfolgen zwei TSR-bezogene Vergleiche: das „Pay-TSR Alignment“ sowie das „Relative Degree of Alignment“. Im ersten werden die Entwicklung der Vergütung und des TSR über einen Fünfjahreszeitraum in Bezug gesetzt, im zweiten werden Rangreihen der Vergütungsentwicklung sowie der TSR-Entwicklung in der Vergleichsgruppe über drei Jahre gebildet.



Liegen die Ergebnisse eines Unternehmens außerhalb des durch den Proxy-Advisor gesetzten Korridors, kann zumindest mit erheblichem Gegenwind – wenn nicht gar einer Ablehnung – auf der Hauptversammlung gerechnet werden. Dementsprechend besteht seitens ISS die deutliche Erwartung, dass sich die variable Vergütung des Vorstands maßgeblich am erzielten relativen Total Shareholder Return bemisst.

Doch inzwischen mehren sich auch von Seiten der Investoren Stimmen, die insbesondere im relativen TSR nicht die eine Wahrheit sehen – ist doch der Erfolg des Unternehmens deutlich vielschichtiger als nur sein temporäres Abschneiden am Kapitalmarkt. So lässt sich bei vielen Investoren zusätzlich zur Berücksichtigung des ökonomischen Erfolgs eine erhöhte Sensitivität gegenüber Themen aus den Bereichen Umwelt, soziale Verantwortung und Governance (Environment, Social and Governance/ESG) beobachten.

So hat beispielsweise der zweitgrößte globale Stimmrechtsberater, Glass Lewis, in seinen aktuellen Abstimmempfehlungen die Strategiekompatibilität und -ausrichtung der variablen Vergütung in den Mittelpunkt gerückt. Und auch Hermes Investment Management, die zwar in ihren aktuellen Guidelines weiterhin relative Markt- oder Bereichsziele vorsehen, haben in einem viel beachteten Papier vom November 2016 („Remuneration Principles: Clarifying Expectations“) zur Diskussion gestellt, ob nicht vielmehr strategische Zielsetzungen und Stakeholder relevante Aspekte in den Anreizsystemen Verwendung finden sollten. Den TSR – in seiner absoluten als auch relativen Entwicklung – solle der Aufsichtsrat dagegen nur noch als Korrektiv in

der Auszahlungshöhe berücksichtigen. Auch der größte Investor in Deutschland, BlackRock, möchte den Fokus nicht nur auf Output-Kennzahlen wie dem Gewinn pro Aktie oder TSR gesetzt wissen, sondern auch auf Input-Kennzahlen bzw. Aspekte der Wertschaffung. Gleichwohl soll eine TSR-Messung im Vergleich zu Wettbewerbern erfolgen.

### Veränderte Corporate Governance Perspektive

Auch außerhalb der Investorenwelt wird die aus den 1970er Jahren stammende Zentrierung auf den Shareholder-Value-Gedanken in Frage gestellt. So hat die renommierte Harvard Business Review im Mai 2017 ein bemerkenswertes Spotlight mit dem Titel „Managing for the long term“ veröffentlicht, das gerade nicht die Maximierung des Shareholder Value als Hauptaufgabe des Vorstands beschreibt, sondern diesen Ansatz als „Error in the Heart of Corporate Leadership“ bezeichnet. Vielmehr müsse die langfristige Gesundheit des Unternehmens – und nicht der Wohlstand seiner Shareholder – oberstes Ziel des Managements sein.

Angesichts einer immer kürzeren durchschnittlichen Haltedauern von Aktien (laut Weltbank ist diese von 3,9 Jahren in 1976 auf nur noch 7,4 Monate in 2015 geschrumpft) und höchst unterschiedlicher Interessenlagen sei der Shareholder kein Eigentümer im klassischen Sinne. Dementsprechend sei ein stärker Unternehmenszentrierter Ansatz in der Corporate Governance und damit auch in der Vergütung zukunftsweisend.

In einem Interview in der Börsenzeitung vom 21. Juni 2017 spricht der Vorsitzende der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex,

Professor Nonnenmacher, das Thema ebenfalls an: „Ich finde es interessant, dass in angelsächsischen Ländern zunehmend kritisch über den Shareholder-Value-Ansatz diskutiert wird, der dort ja lange in Reinkultur praktiziert wurde. [...] Es wird spannend sein, wie Investoren darauf reagieren, wenn sie im Zusammenspiel mit Board und Management ein anderes Gewicht bekommen und der Shareholder Value nicht mehr alles dominiert.“

### Marktpraxis und Ausblick

Im angelsächsischen Raum stellt der relative Total Shareholder Return seit vielen Jahren das mit Abstand üblichste Kriterium zur Messung des Unternehmenserfolgs im Rahmen der Langfristvergütung dar. Es zählt zum festen Inventar eines US- oder UK-Vergütungssystems. Und auch im deutschen Markt sind Langfristvergütungspläne, die unter anderem den relativen TSR als Erfolgsmaßstab verwenden, üblich: So greifen aktuell im DAX über 50 Prozent der Unternehmen auf diese Kenngröße zurück.

Die große Mehrheit der Investoren sowie Proxy Advisors begrüßen diese Modelle oder fordern sie gar offensiv. Bei allen Einsichten zur Berücksichtigung anderer Zielkategorien stellen sie teilweise sogar immer ambitionierte Vorgaben zur TSR-Outperformance auf. Eine dauerhafte Outperformance gegenüber anderen Unternehmen am Kapitalmarkt lässt sich jedoch nicht ohne die Bereitschaft, entsprechend höhere Risiken einzugehen, bewerkstelligen. Ob dies im Sinne des nachhaltigen und langfristigen Wohls des Unternehmens, seiner Aktionäre, Mitarbeiter, Kunden und weiteren Anspruchsgruppen ist, darf bezweifelt werden. ➤

Mit Blick auf die Belange der weiteren Stakeholder und die zunehmende ESG-Sensitivität hat auf Seiten der Investoren ein breiteres Verständnis der Definition von unternehmerischen Erfolg eingesetzt. Daher ist davon auszugehen, dass unternehmensindividuelle strategische Ziele und/oder ESG-Vorgaben zusätzlich und nicht ersetzend zum Kapitalmarkterfolg – ausgedrückt durch den Total Shareholder Return – in der Vorstandsvergütung Berücksichtigung finden werden. Dies erscheint vor dem Hintergrund der vielen Facetten des Unternehmenserfolgs sinnvoll und sachgerecht. Der Pay-for-Performance-Gedanke sollte sich auf ein möglichst ganzheitliches und ausbalanciertes Anreizsystem stützen. ◀

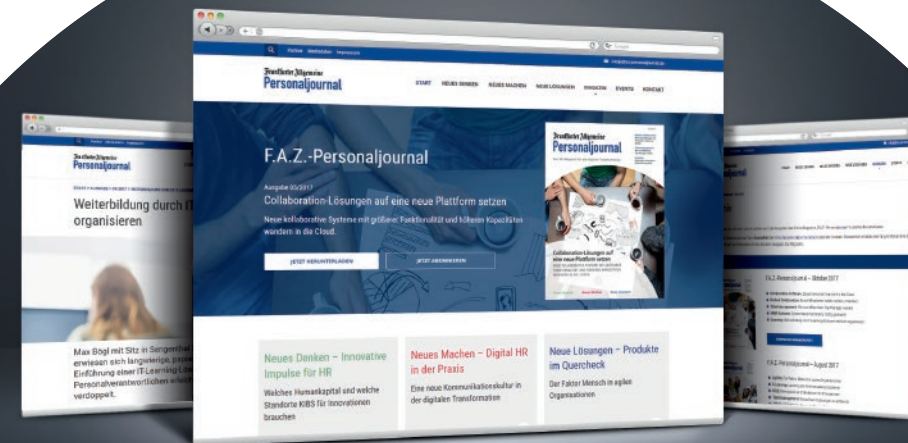


**Regine Siepmann,**  
Partner, hkp//group

regine.siepmann@hkp.com  
www.hkp.com

## Frankfurter Allgemeine Personaljournal

Das HR-Magazin für die digitale Transformation



### Neues Denken – Neues Machen – Neue Lösungen

- Das „F.A.Z.-Personaljournal“ bietet Ihnen praxisrelevante Informationen
- Für Personalverantwortliche und HR-Fachkräfte
- Alle zwei Monate neu und kostenfrei per Mail

[www.faz-personaljournal.de](http://www.faz-personaljournal.de)

