

Was Investoren wollen

Vorstandsvergütung zwischen DCGK, ARUG II und
Kapitalmarktanforderungen

Hannes Klingenberg / Regine Siepmann

8. März 2019

Was bisher geschah...

In deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften herrscht ein System der **Gewaltenteilung**, das dem auf politischer Ebene gleicht. Das Zusammenwirken zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung wirkt positiv.

Das Thema Vorstandsvergütung spiegelt dies wider: Der Aufsichtsrat legt die Vergütung des Vorstands fest. Seit 2010 kann die Hauptversammlung zudem bei Bedarf unverbindlich ihre Daumen heben oder senken ("**Say on Pay**").

Mit dem Inkrafttreten der zweiten Europäischen **Aktionärsrechterichtlinie** bzw. des ARUG II wird sich dieses austarierte System jedoch verändern – zugunsten von institutionellen Investoren und Stimmrechtsberatern.

In den letzten Jahren erlebten einige Unternehmen zudem Überraschungen beim Thema Say on Pay. **Institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater** treten auf Hauptversammlungen kritischer denn je auf.

Zuletzt liegt inzwischen auch der **Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK)** in einer komplett überarbeiteten Entwurfsfassung vor – mit weitreichenden Konsequenzen für die Vorstandsvergütung.

Wir stehen vor einer Zeitenwende in der Vorstandsvergütung





Referentenentwurf ARUG II



Die Kernelemente des ARUG II in der Übersicht

Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats bei Geschäften mit der Gesellschaft nahestehenden Personen („Related Party Transactions“)

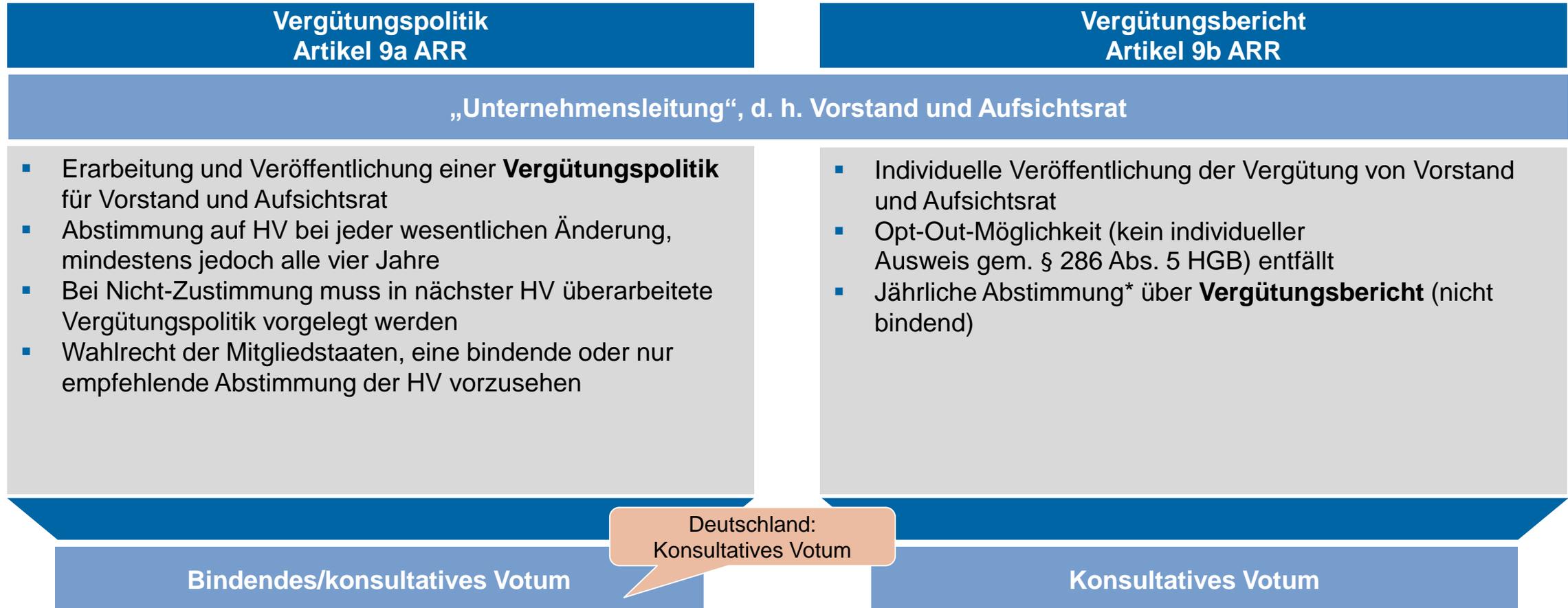
Identifikation der und Austausch mit den Aktionären („Know your Shareholder“)

Entscheidungs-/Mitspracherechte der Hauptversammlung bei der Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat („Say on Pay“)

Heutiger Fokus

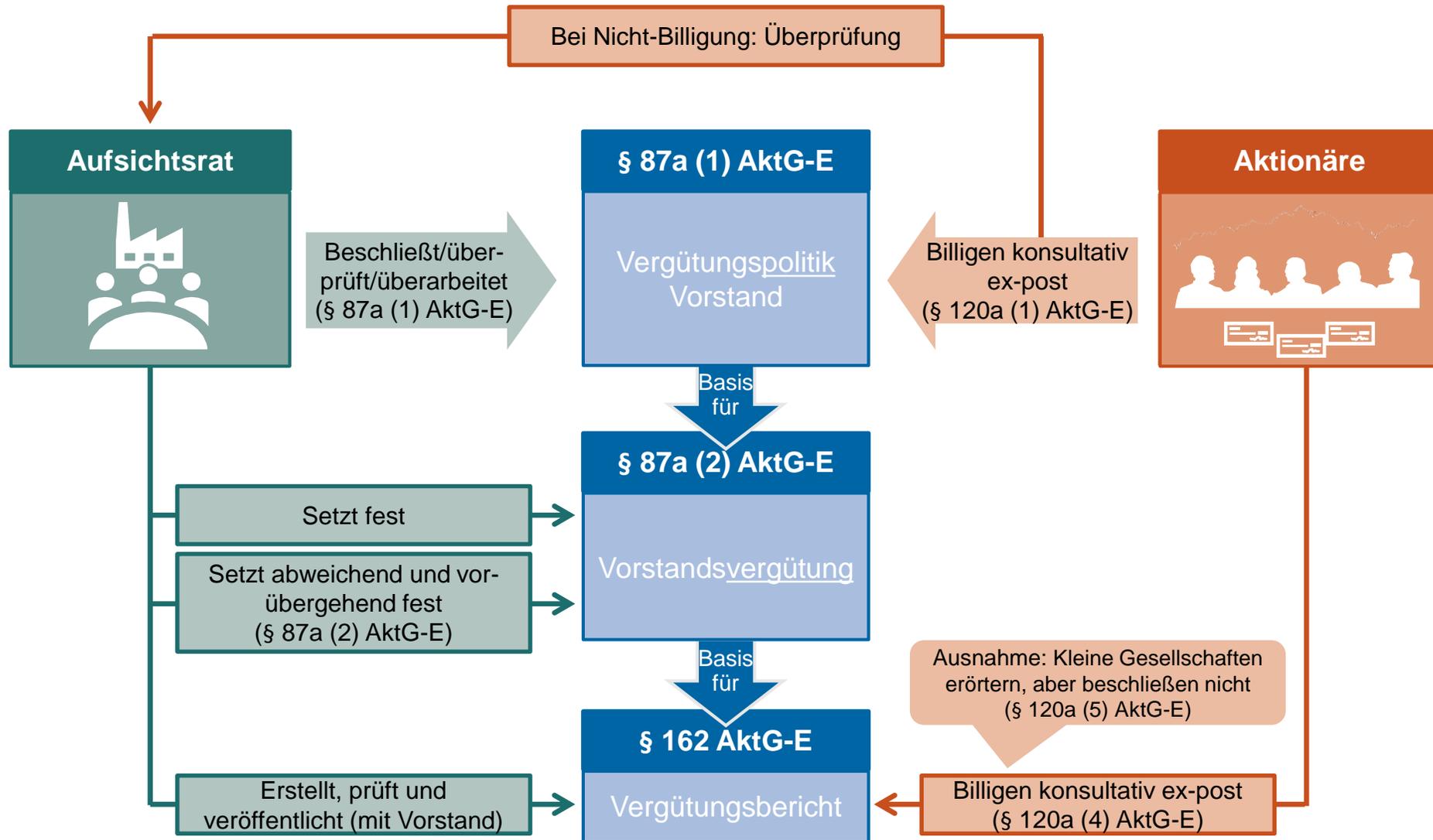
Transparenzregeln für institutionelle Investoren, Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater

Die zweite Aktionärsrechterichtlinie (ARR) als zukünftige Grundlage der Vergütungspolitik und Einbindung der Hauptversammlung



* Alternativ können kleine und mittelständische Unternehmen den Aktionären den Vergütungsbericht zur Diskussion vorlegen und im nächsten Vergütungsbericht erläutern, wie die Ergebnisse der Diskussion berücksichtigt wurden.

Die Umsetzung der ARR in Deutschland mit dem ARUG II



Die Umsetzung der ARR in Deutschland mit dem ARUG II – Die Vergütungspolitik

Mindestinhalt der Vergütungspolitik nach § 87a Abs. 1 AktG-E

- Beitrag der Vergütung zur Förderung der Strategie und langfristigen Unternehmensentwicklung
 - Alle festen und variablen Vergütungsbestandteile sowie ihr jeweiliger Anteil an der Gesamtvergütung (Vergütungsstruktur)
 - Alle finanziellen und nichtfinanziellen Leistungskriterien für die variable Vergütung (inklusive Kriterien im Zusammenhang mit der Corporate Social Responsibility), einschließlich:
 - Erläuterung, wie diese Kriterien zur Förderung der Unternehmensstrategie und -entwicklung beitragen
 - Darstellung der Methoden, mit denen die Erreichung der Kriterien („Zielerreichung“) festgestellt wird
 - Eventuelle Aufschubzeiten für die Auszahlung und Rückforderungsmöglichkeiten (Clawback)
- Aktienbasierte Vergütung: Wartefristen (Vesting), Aktienhalteverpflichtungen
 - Vergütungsbezogene Rechtsgeschäfte: Laufzeiten, Beendigungsmöglichkeiten, Entlassungsentschädigungen (Abfindungen), Ruhegehalts- und Vorruhestandsregelungen, also alle Geschäfte, welche die Begründung, Änderung und Aufhebung der Vergütung oder von Vergütungsbestandteilen betreffen
 - Erläuterung der Berücksichtigung der Vergütungs- und Beschäftigungsbedingungen der Arbeitnehmer („Wie“) einschl. Definition des einbezogenen Personenkreises
 - Verfahren zur Fest-/Umsetzung und Überprüfung der Vergütungspolitik
 - Bei überprüfter Vergütungspolitik: wesentliche Änderungen, Berücksichtigung von Abstimmung und Ansichten der Aktionäre

Angaben jeweils nur zu Vergütungselementen erforderlich, die tatsächlich Bestandteil der Vergütung sind

Die Umsetzung der ARR in Deutschland mit dem ARUG II – Der Vergütungsbericht

Vergütungsbericht nach § 162 AktG-E

- Alle festen und variablen Vergütungsbestandteile sowie ihr jeweiliger Anteil an der Gesamtvergütung (Vergütungsstruktur)
 - Vergleich der Veränderung der Vergütung, der Ertragsentwicklung der Gesellschaft sowie der durchschnittlichen Arbeitnehmer-Vergütung der letzten 5 Geschäftsjahre
 - Anzahl der Aktien/Aktienoptionen einschließlich der wesentlichen Ausübungsbedingungen
 - Anwendung von Clawback-Regelungen
- Abweichungen von der Vergütungspolitik einschließlich Begründung
 - Berücksichtigung des Beschlusses der HV über die Billigung des (vorherigen) Vergütungsberichts
 - Leistungen durch Dritte
 - Zusagen für den Fall der vorzeitigen Beendigung der Tätigkeit (z. B. Abfindung, „Übergangsgeld“)
 - Betriebliche Altersversorgung (Barwert und aufgewandter oder zurückgestellter Betrag)
 - Zugesagte und im Geschäftsjahr gewährte Zahlungen bei Beendigung der Tätigkeit

Angaben jeweils nur zu Vergütungselementen erforderlich, die tatsächlich Bestandteil der Vergütung sind

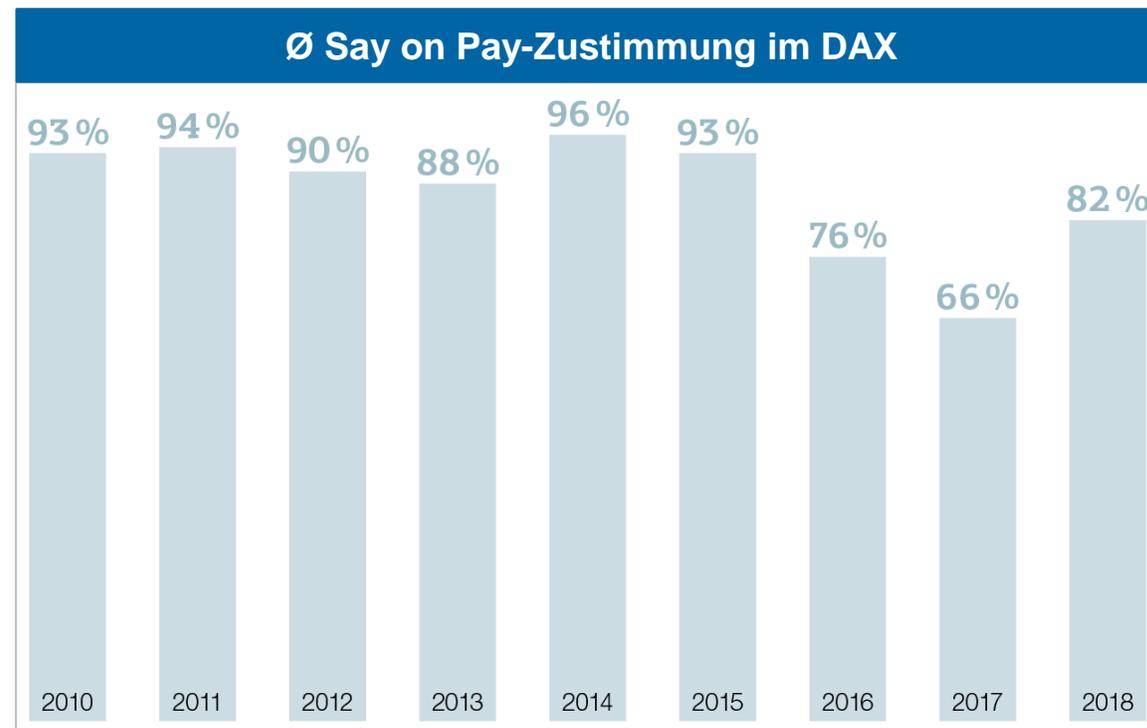


Investorenerwartungen



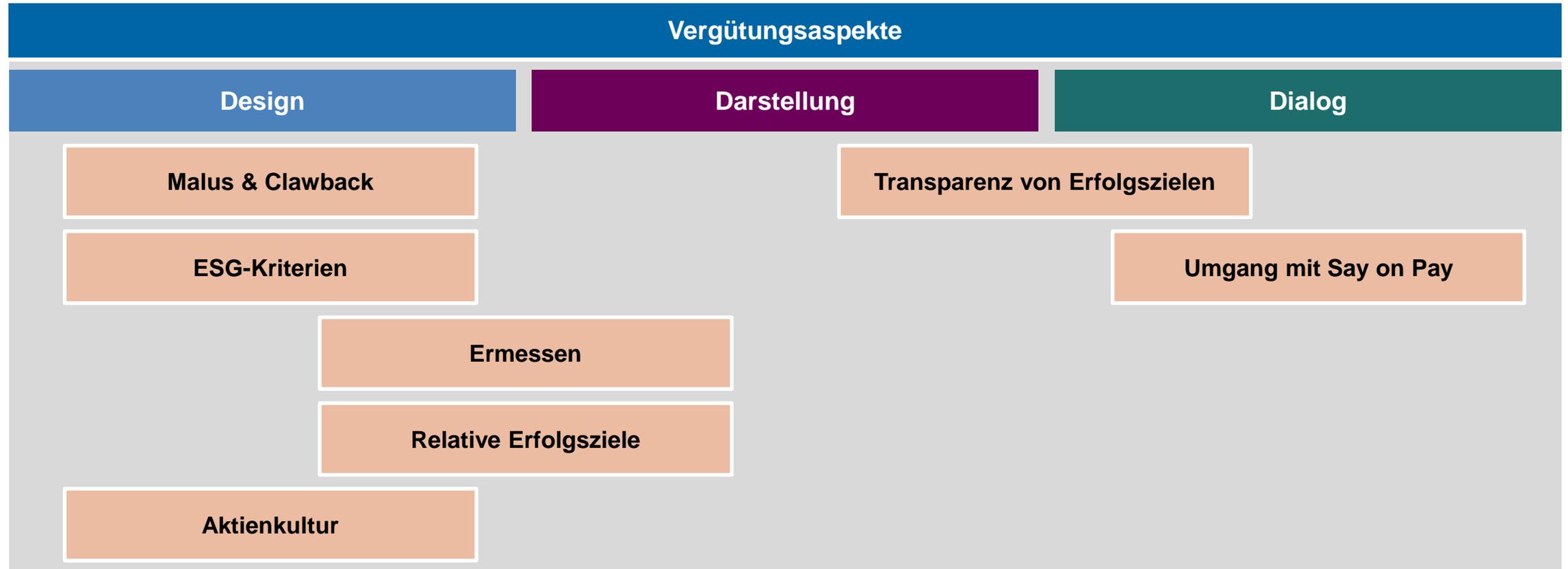
Veränderte Investorenerwartungen und ihr Einfluss auf das Say on Pay in Deutschland

- Nach Jahren mit Zustimmungen über 90 % ist seit 2016 ein Rückgang der Say on Pay-Abstimmungsergebnisse zu beobachten.
- 2016 konnte die Deutsche Bank nicht die Zustimmung ihrer Aktionäre für das eigene Vorstandsvergütungssystem erlangen; im Jahr 2017 waren es bereits drei DAX-Unternehmen (Merck, Münchener Rück und ProSiebenSat.1).



Es wird Kritik an spezifischen Vergütungsaspekten laut

- In den Hauptversammlungssaisons 2016 bis 2018 standen folgende Aspekte der Vorstandsvergütung auf den Agenden von Investoren und Stimmrechtsberatern und wurden intensiv diskutiert:



Was wollen Investoren?

Investoren und/oder Stimmrechtsberater haben unterschiedlichste Anforderungen an die Vergütung von Vorständen. Über ihre Anforderungen versuchen sie, Governance-Strukturen und Unternehmensstrategien nachhaltig zu beeinflussen.

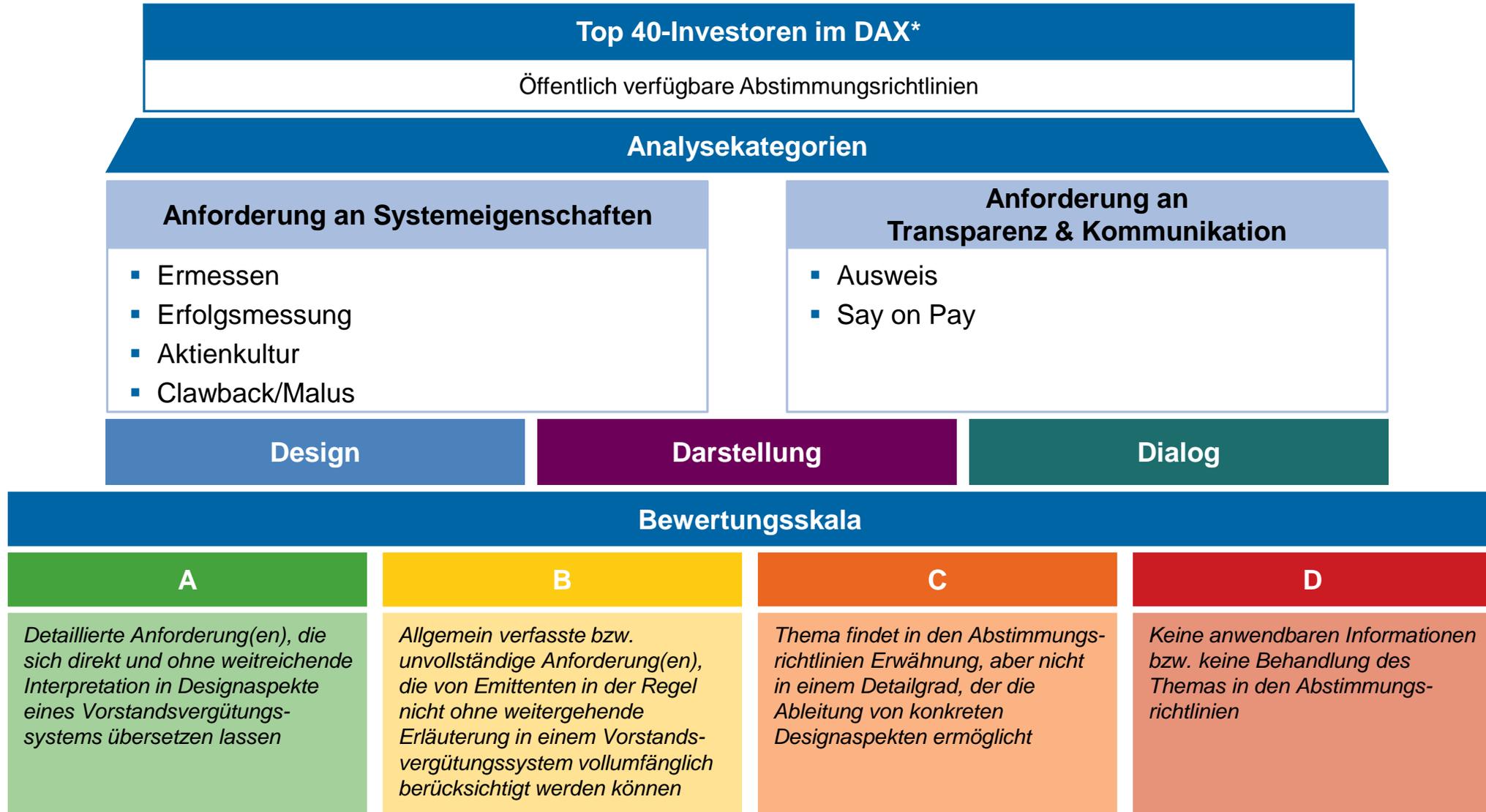
Beim Thema Vorstandsvergütung geht es nicht darum, „Geld zu verteilen“, sondern darum, wie Unternehmen geführt werden und was Erfolg definiert.

Die beiden führenden Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis haben ihre eigene – teils konträre – Meinung zu Vorstandsvergütung und verbreiten diese auch öffentlichkeitswirksam.

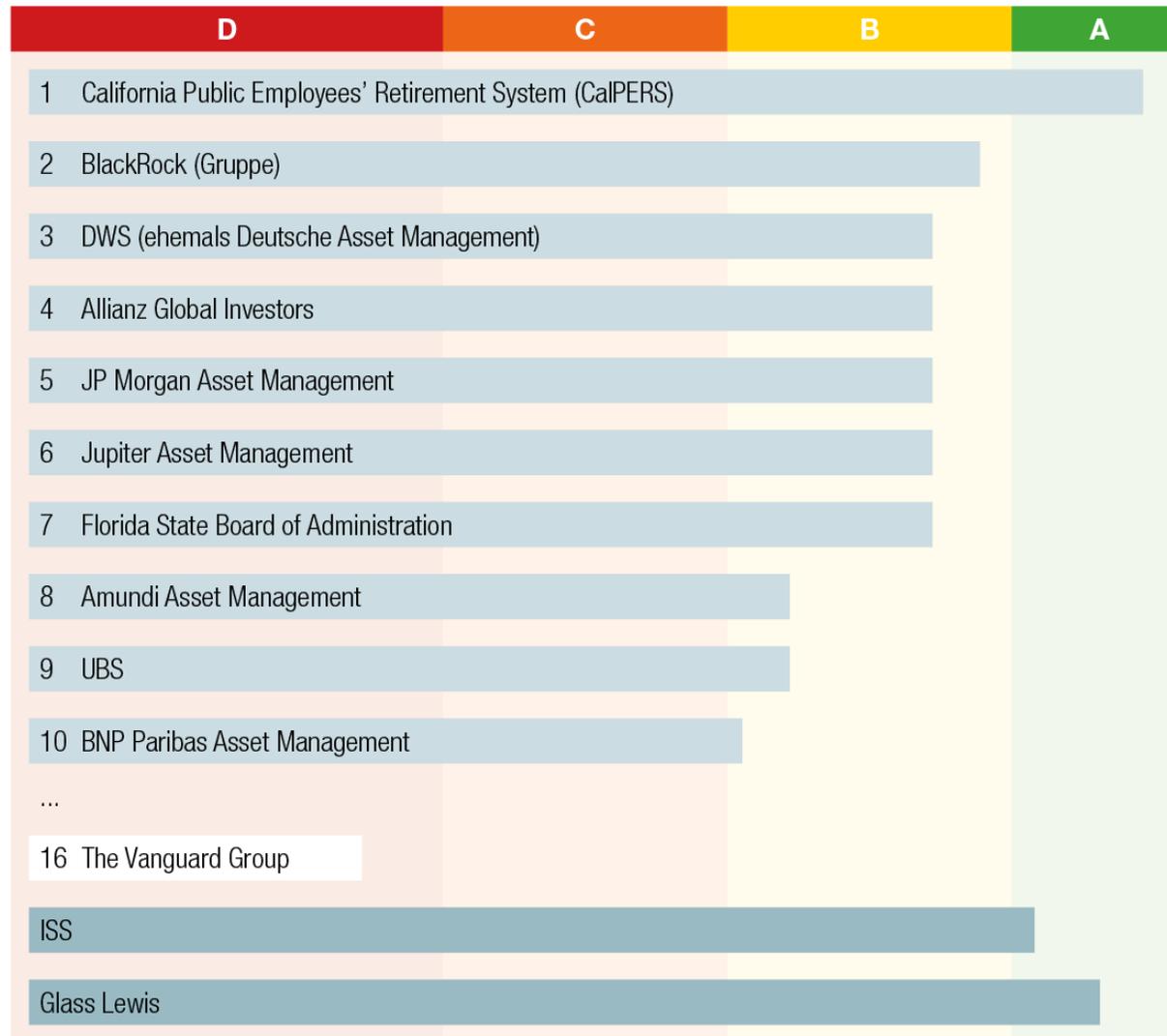
Abstimmungsrichtlinien (Proxy Voting Guidelines) sind – vor allem für kleinere und mittlere Unternehmen – die einzige Informationsquelle zu den vergütungsspezifischen Anforderungen von Investoren.

Wie anwendbar und handlungsleitend sind die Abstimmungsrichtlinien der größten Investoren im DAX in Sachen Vorstandsvergütung?

Methodik der Studie



An der Spitze – klare Aussagen zur Vorstandsvergütung

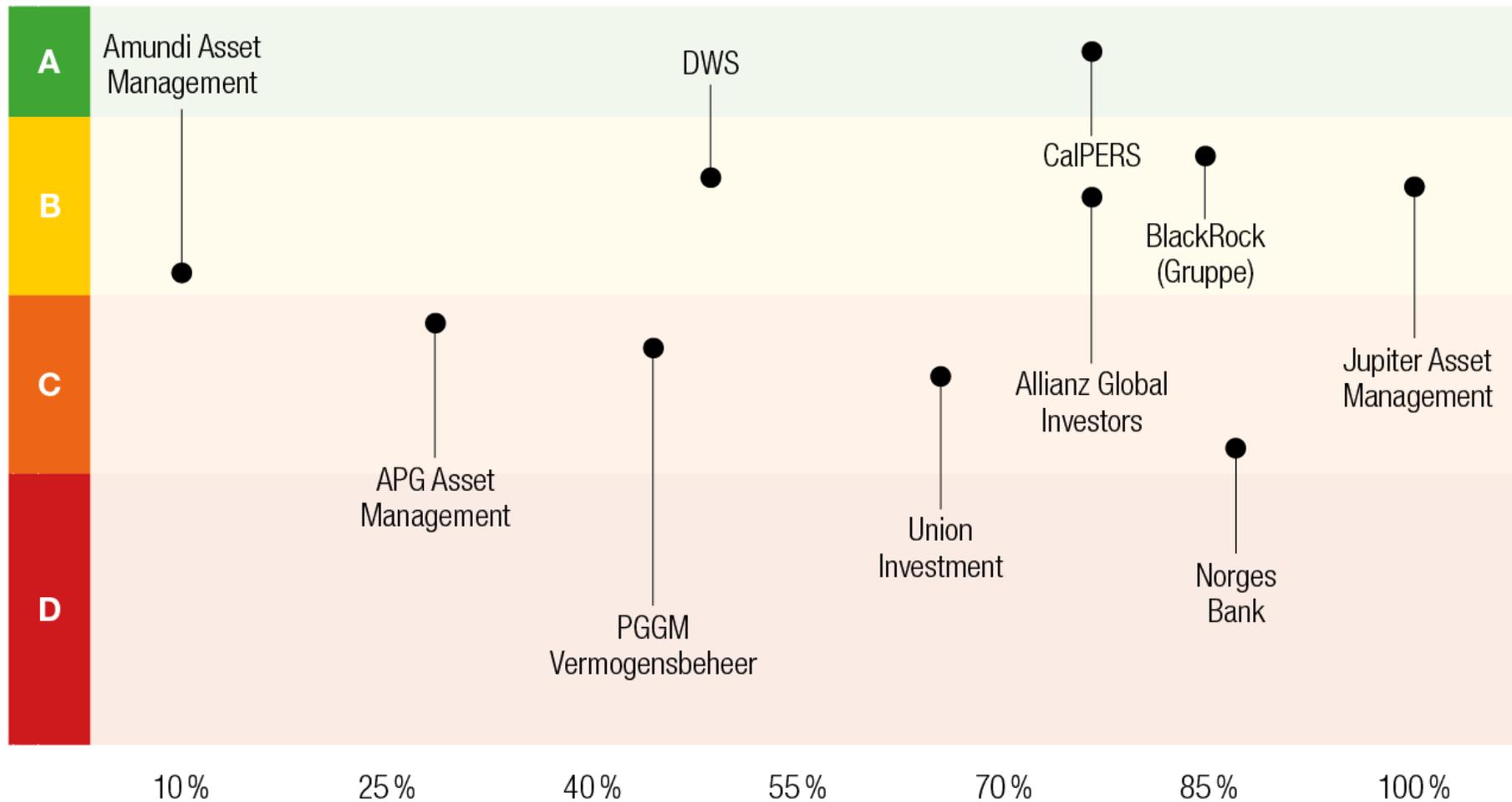


In der Gesamtschau – mehr Say als Substance

- Eine „lesbare“ Übersicht der Bewertungen ist Bestandteil des Studiendokuments, das kostenfrei über die [hkp///group Website](https://www.hkpgroup.com) heruntergeladen werden kann.
- DIRK-Mitgliedern steht das Dokument auch auf der [DIRK Website](https://www.dirk.com) zum Download zur Verfügung.

| Investor | Systemeigenschaften | | | | | Transparenz & Kommunikation | | | Gesamt-Score aller Kriterien |
|--|--|----------------|--------------|----------------|---------------|-----------------------------|------------|----------------------|------------------------------|
| | Erkennen | Erfolgsmessung | Aktienkultur | Clawback/Malus | Gesamt System | Ausweis | Say-on-Pay | Gesamt Kommunikation | |
| California Public Employees' Retirement System | B | A | A | A | A | A | A | A | A |
| Allianz Global Investors | C | B | B | B | B | A | A | A | B |
| Amundi Asset Management | C | C | C | A | B | B | B | B | B |
| BlackRock (Gruppe) | B | A | B | B | B | A | B | A | B |
| BNP Paribas Asset Management | C | B | B | B | B | A | D | C | B |
| DWS (ehemals Deutsche Asset Management) | C | B | B | A | B | A | B | A | B |
| Florida State Board of Administration | C | B | A | A | B | B | B | B | B |
| JP Morgan Asset Management | B | B | B | B | B | A | A | A | B |
| Jupiter Asset Management | B | A | A | A | A | A | D | C | B |
| UBS | B | B | B | D | C | B | A | A | B |
| APG Asset Management | B | C | C | B | B | A | D | C | C |
| Baillie Gifford & Co. | D | B | B | D | C | B | D | C | C |
| Invesco Advisers | D | D | C | A | C | D | B | C | C |
| Norges Bank | C | C | D | D | D | B | C | B | C |
| Nuveen | B | B | B | D | C | A | D | C | C |
| Oppenheimer Funds | D | C | C | B | C | C | A | B | C |
| PGGM Vermögensbeheer | B | B | C | B | B | C | D | D | C |
| Schroder Investment Management | B | B | B | D | C | D | D | D | C |
| Union Investment | D | B | C | D | D | B | A | A | C |
| Artisan Partners Limited Partnership | D | D | D | D | D | D | D | D | D |
| BNY Mellon Asset Management Corporation | D | C | C | A | C | D | C | D | D |
| Capital World Investors | D | D | C | D | D | D | D | D | D |
| Charles Schwab Investment Management | D | C | D | D | D | D | C | D | D |
| Deka Investment | D | B | D | D | D | C | B | B | D |
| Dimensional Fund Advisors | D | C | D | D | D | C | D | D | D |
| Fidelity | D | B | B | D | C | C | D | D | D |
| Franklin Advisers | D | D | D | D | D | C | D | D | D |
| Geode Capital Management | D | D | C | D | D | D | A | C | D |
| Harris Associates | D | D | C | D | D | D | D | D | D |
| Janus Henderson Investors | D | C | B | D | D | C | D | D | D |
| Lyxor Asset Management | D | C | D | D | D | C | D | D | D |
| MFS Investment Management | D | C | C | D | D | D | B | C | D |
| Oddo (Frankfurt Trust) | D | D | D | D | D | D | D | D | D |
| State Street | D | C | C | D | D | B | D | C | D |
| T. Rowe Price Associates | C | C | C | D | C | C | D | D | D |
| The Vanguard Group | C | C | B | D | C | D | D | D | D |
| Assenagon | Beurteilung nicht möglich, da keine Guidelines öffentlich verfügbar. | | | | | | | | |
| Commerz Funds Solutions | | | | | | | | | |
| Northern Cross LLC | | | | | | | | | |
| Pictet Asset Management ⁹ | | | | | | | | | |
| Durchschnitt | D | C | C | D | C | C | D | C | C |
| ISS | A | B | B | A | B | B | A | A | A |
| Glass Lewis | B | B | A | A | A | A | A | A | A |

Besteht ein Zusammenhang zwischen Detaillierung der Anforderungen und kritischer Haltung?



Durchschnittliche Say on Pay-Zustimmungsrate im DAX seit 2010 (Quelle: Proxy Insight)

Das traurige Fazit

Nur 36 der betrachteten 40 Investoren veröffentlichen eigene Abstimmungsrichtlinien, von denen es bei 70 % an konkreten Anforderungen an die Vorstandsvergütung mangelt.

Ein Zusammenhang zwischen der Größe eines Investors und dem damit einhergehenden Einfluss sowie dem Informationsgehalt der Abstimmungsrichtlinien ist nicht zu erkennen.

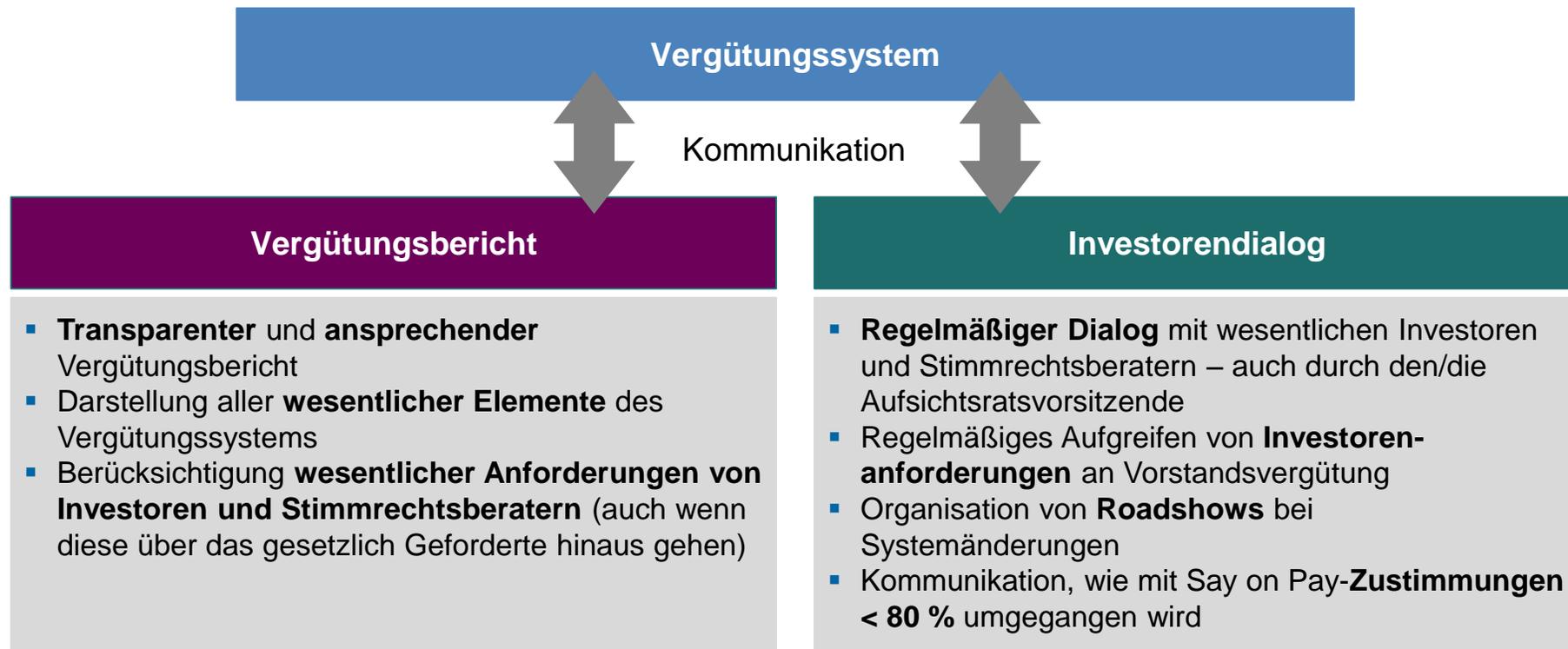
Umfangreiche und handlungsleitende Guidelines können nicht voraussagen, wie kritisch sich Investoren bei Say on Pay-Abstimmungen verhalten.

Investoren haben keine einheitliche und eine sehr intransparente Praxis der Veröffentlichung von Abstimmungsrichtlinien bzw. ihres historischen Abstimmungsverhaltens.

Notwendigkeit klarer und verbindlicher Richtlinien ist unabdingbar – erst recht vor dem Hintergrund der bevorstehenden gesetzlichen Neuerungen (ARUG II).

Was kann Investor Relations tun?

- Als Schnittstelle zwischen Aktionären, Öffentlichkeit und dem Unternehmen kommt Investor Relations die Aufgabe zu, die komplexe Thematik Vorstandsvergütung adressatengerecht zu kommunizieren.
- Vor allem der Vergütungsbericht dient den meisten Investoren als Hauptquelle von Informationen.
- Zudem sollte ein dauerhafter Dialog zwischen Investoren und Unternehmen in Sachen Vorstandsvergütung geführt werden – nicht nur bei Änderungen eines Vergütungssystems.





Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung



Die Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung als möglicher Ausweg aus dem Dilemma

- Im Juli 2018 wurden von einem mit relevanten Stakeholdern besetzten Arbeitskreis (Aufsichtsräte, Investoren, Wissenschaftler, Corporate-Governance-Experten) „Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung“ veröffentlicht.
- Ziel des Arbeitskreises war die Erarbeitung von Best Practice-Leitlinien für eine einfache und an einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung ausgerichteten Vorstandsvergütung in deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften.
- www.leitlinien-vorstandsverguetung.de



Die „Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung“ sollen...

„Kernelemente für das Design einer nachhaltigen Vorstandsvergütung in Deutschland beschreiben.“

Design

„Unternehmen Orientierung für die Ausrichtung ihrer Vergütungssysteme an den Erwartungen der institutionellen Investoren bieten.“

Darstellung

„einen konstruktiven Dialog zwischen Unternehmen und Investoren unterstützen.“

Dialog



Überarbeitung des Deutschen Corporate Governance Kodex



Überarbeitung des Deutschen Corporate Governance Kodex 2018/19

- Die letztmalige Anpassung des DCGK erfolgte am 7. Februar 2017.
- Nachdem der Vorsitzende der Regierungskommission im Rahmen der Kodex-Konferenz im Sommer 2017 eine grundlegende Überarbeitung angekündigt hatte, wurde im März 2018 die Kodex-Konferenz 2018 – vor dem Hintergrund der ausstehenden Umsetzung der 2. Europäischen Aktionärsrechterichtlinie – abgesagt.
- Nach Veröffentlichung des Referentenentwurfs des sog. ARUG II (Gesetz zur Umsetzung der 2. Aktionärsrechterichtlinie) im Oktober hat die Regierungskommission am 6. November 2018 nunmehr den Entwurf eines grundlegend überarbeiteten DCGK vorgelegt:

„Ziel der Reform ist es, die Relevanz und Akzeptanz des Kodex bei Unternehmen und Investoren zu erhöhen, indem der Kodex verschlankt, neu strukturiert und lesbarer gemacht wird. Neben neuen Empfehlungen zur Unabhängigkeit und zur Vorstandsvergütung, soll der Kodex für möglichst viele Stakeholder Standards setzen, um ein unüberschaubares Nebeneinander von gesetzlich legitimiertem Kodex einerseits und einer Vielzahl von Voting Guidelines andererseits zu verhindern.“

Die Kernelemente des Kodex-Entwurfs in der Übersicht

„Konzentration auf das Wesentliche“ (neue „funktionale“ Gliederung des Kodex, Grundsätze anstelle kleinteiliger gesetzlicher Bestimmungen, Klarstellung von Anregungen und Empfehlungen)

„apply and explain“ in Ergänzung zu „comply or explain“

Themengebiet „Unabhängigkeit im Aufsichtsrat“

Themengebiet „Vorstandsvergütung“

Heutiger Fokus

Die Einführung von „Grundsätzen“ als neue Norm

Aktuelle Begriffe des Kodex

- **Empfehlungen** des Kodex sind im Text durch die Verwendung des Wortes „**soll**“ gekennzeichnet
- Ferner enthält der Kodex **Anregungen**, von denen ohne Offenlegung abgewichen werden kann; hierfür verwendet der Kodex den Begriff „**sollte**“

Empfehlungen: „comply or explain“
Anregungen: n/a

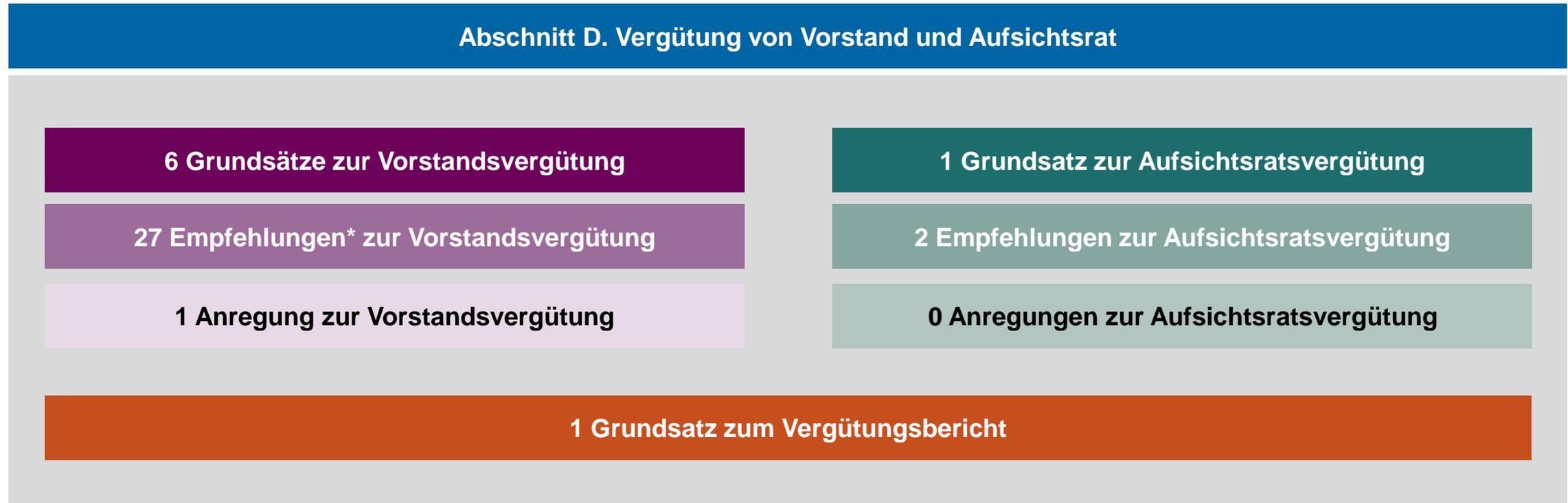
Begriffe des Kodex-Entwurfs

- **NEU:** „Die **Grundsätze** sind aus wesentlichen rechtlichen Vorgaben und elementaren Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung abgeleitet. Die **Erläuterung, in welcher Weise die Grundsätze von den Organen angewendet werden** [...], entspricht guter Corporate Governance.“
- Weiterhin: **Empfehlungen** des Kodex sind im Text durch die Verwendung des Wortes „**soll**“ gekennzeichnet
- Weiterhin: Ferner enthält der Kodex **Anregungen**, von denen ohne Offenlegung abgewichen werden kann; hierfür verwendet der Kodex den Begriff „**sollte**“

Grundsätze: „**apply and explain**“
Empfehlungen: „comply or explain“
Anregungen: n/a

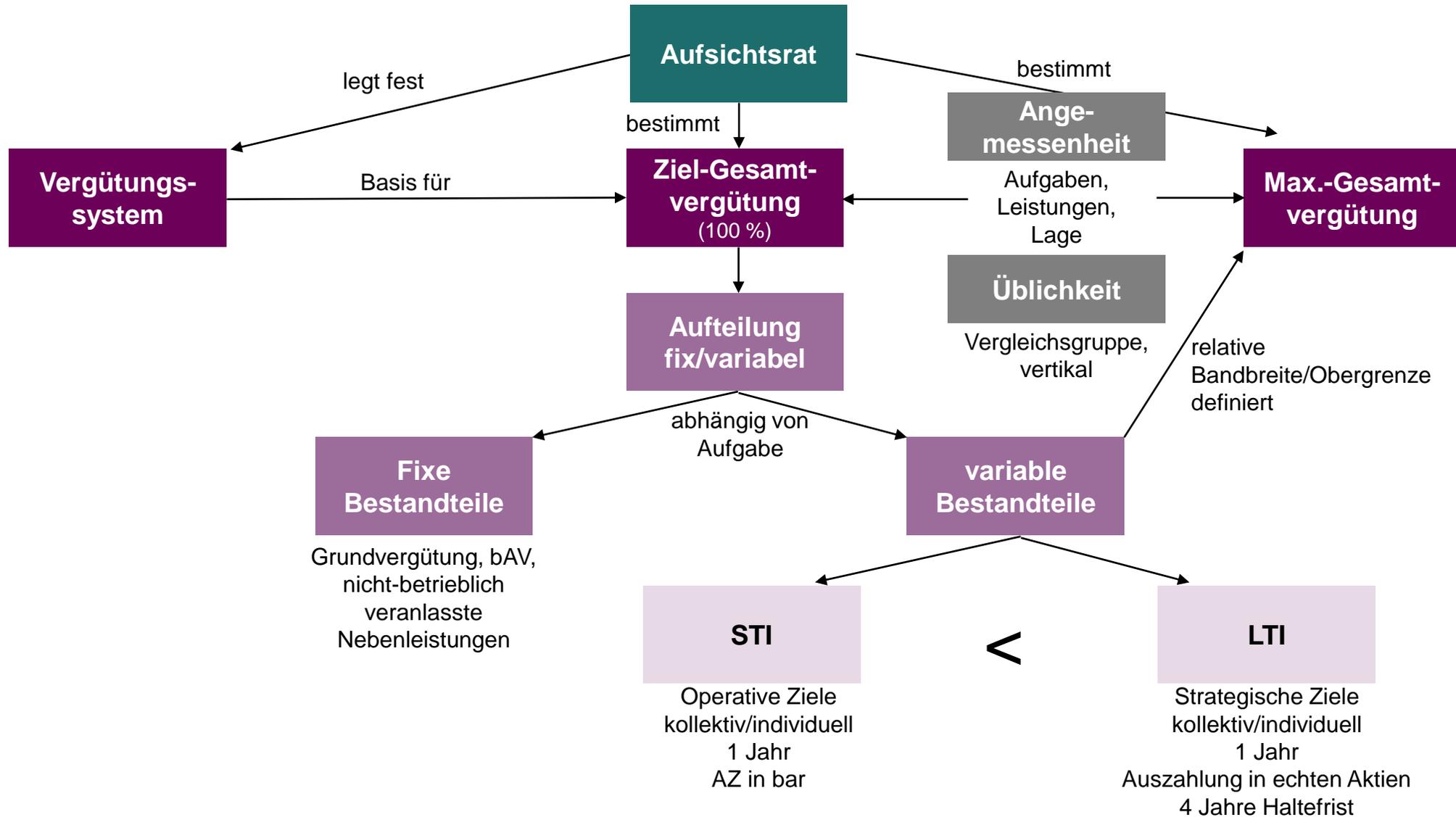
Die Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat als umfangreichster Regulierungsbereich des Kodex-Entwurfs

- Abschnitt D, der sich der Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat widmet, umfasst insgesamt 38 Aussagen zu Ausgestaltung, Prozess und Veröffentlichung der Vergütung (und stellt damit mit Abstand den umfangreichsten Regulierungsbereich dar):



* Die 18 „D“-Ziffern zur Vorstandsvergütung enthalten insgesamt 27 „Soll“-Vorschriften („Empfehlungen“).

Der „Top Down“-Ansatz der DCGK-Kommission zur Vorstandsvergütung



Wie geht es mit dem DCGK-Entwurf weiter?

Bis 31.01.2019 lief die Kodexkonsultation; es bestand die Möglichkeit öffentlich Stellung zum aktuellen Entwurf zu beziehen.

Mehr als 120 Stellungnahmen wurden abgegeben – darunter von Aufsichtsratsvorsitzenden, großen Investoren und Unternehmen.

Stellungnahmen begrüßen generell die Kodexreform, üben jedoch deutliche Kritik an den neu eingeführten Grundsätzen, der fehlenden Abstimmung mit ARUG II und vor allem am Einheitsmodell zur Vorstandsvergütung.

Die Regierungskommission sichtet die Stellungnahmen und plant finale Version des Kodex nach Veröffentlichung ARUG II (geplant Mai 2019).

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!



Ihr Kontakt:

Regine Siepmann
Partner
+49 69 175 363 327
regine.siepmann@hkp.com

Hannes Klingenberg
Consultant
+49 69 175 363 385
hannes.klingenberg@hkp.com

Friedrich-Ebert-Anlage 35-37
60327 Frankfurt
Tel. +49 69 175 363 30
Fax +49 69 175 363 399
www.hkp.com

hkp.com

Die hkp/// group erbringt keine erlaubnispflichtigen Rechtsdienstleistungen. Soweit im Rahmen unserer Tätigkeit Bedarf an erlaubnispflichtigen Rechtsdienstleistungen besteht, empfehlen wir die Mandatierung eines zugelassenen und entsprechend qualifizierten externen Rechtsanwalts, den wir nach Ihren Vorgaben ebenso in die Abstimmungsprozesse einbinden, wie Ihren Syndikus.

Amsterdam

Vondelstraat 89 A
1054 GM Amsterdam
Niederlande
Phone +31 20 737 06 87
Fax +31 20 422 02 20
amsterdam@hkp.com

Dordrecht

Singel 380
3311 HM Dordrecht
Niederlande
Phone +31 78 613 72 76
dordrecht@hkp.com

Frankfurt

Friedrich-Ebert-Anlage 35-37
60327 Frankfurt am Main
Deutschland
Phone +49 69 175 363 30
Fax +49 69 175 363 399
frankfurt@hkp.com

Zürich

c/o Aeberli Treuhand, Zimmergasse 14
8034 Zurich
Schweiz
Phone +41 44 542 81 60
Fax +41 44 542 81 69
zurich@hkp.com