

# CLAWBACK-KLAUSELN

als strategisches Handicap?

Untersuchung der Wirkung von Clawback-Klauseln  
auf die strategische Ausrichtung von Unternehmen

## Einleitung

Zahlreiche Unternehmensskandale und zuletzt die Finanzkrise führten zu einer intensiven Diskussion über das Risiko einer zu kurzfristig orientierten Unternehmensführung, deren Folgen erst Jahre später für alle Stakeholder der betroffenen Unternehmen erkennbar sind. Um das Risiko eines solchen Verhaltens zu reduzieren, führten in den letzten Jahren vor dem Hintergrund regulatoriver Änderungen und den Forderungen institutioneller Investoren immer mehr Unternehmen Clawback-Klauseln ein. Diese Klauseln ermöglichen in zuvor festgelegten Situationen eine Rückforderung von bereits ausgezahlter variabler Vergütung. Die

vorliegende Studie beschäftigt sich mit möglichen ungewünschten Auswirkungen dieser Klausel auf die strategische Ausrichtung von Unternehmen und deren Performance.

Der Fokus bisheriger wissenschaftlicher Studien zu Clawback-Klauseln lag auf der Analyse der gewünschten Effekte wie beispielsweise einer Reduzierung der Wahrscheinlichkeit von Bilanzmanipulationen oder einer Verbesserung der Berichtsqualität. Diese positiven Auswirkungen wurden auch entsprechend bestätigt. Allerdings hat bereits die amerikanische Börsenaufsicht (SEC) im Jahr 2015 vor möglichen ungewünschten Wirkungsweisen gewarnt. Um das Risiko der Rückzahlung zu minimieren, könnte das Management nämlich auch auf einige risikobehaftete, aber wertschaffende strategische Instrumente verzichten. Doch gerade das Ausschöpfen eines umfassenden Repertoires an strategischen Instrumenten ist für Unternehmen notwendig, um in dem derzeitigen dynamischen Umfeld zu bestehen. Vor diesem Hintergrund untersucht die vorliegende Studie, ob Clawback-Klauseln das Repertoire der verwendeten strategischen Instrumente (im Weiteren *strategisches Repertoire*) reduziert. Um Fehlentscheidungen auf Kosten einer langfristigen, erfolgreichen Unternehmensführung zu verhindern, sollten Aufsichtsräte auch diese möglicherweise ungewünschten Wirkungsweisen kennen und bei der Clawback Einführung berücksichtigen.

## VORGEHEN

### der Studie

Basis für die Studie sind rund 950 amerikanische Unternehmen, die zwischen 2004 und 2016 mindestens einmal im S&P 900 gelistet waren.<sup>1</sup> Im ersten Schritt wurde die Einführung einer Clawback-Klausel im Untersuchungszeitraum identifiziert. Im zweiten Schritt wurden die Auswirkungen der Einführungen unter Berücksichtigung von möglichen Störfaktoren mit Hilfe von Paneldatenanalysen getestet. Um die Ergebnisse aus Schritt 2 zu validieren, wurden darüber hinaus mehrere Sensitivitätsanalysen durchgeführt.

## Funktionsweise von Clawback-Klauseln

Die Einführung einer Clawback-Klausel ermöglicht es Unternehmen, bei vertraglich festgelegten „Auslösemechanismen“ schon ausgezahlte variable Vergütungsbestandteile zurückzufordern. Würde ein Vorstandsvertrag beispielsweise eine Bilanzberichtigung als Auslösemechanismus festlegen, könnten nach der Feststellung eines Bilanzfehlers bereits an das Management ausgezahlte variable Vergütungsbestandteile zurückgefordert werden. Neben dem konkreten Fall

der Bilanzberichtigung werden jedoch auch zahlreiche weitere und auch weniger konkrete Auslösemechanismen wie z. B. eine schlechte Außendarstellung oder schädliches Verhalten in einer Clawback-Klausel festgelegt. Das Ziel einer Clawback-Klausel ist es somit, die als Auslösemechanismen festgelegten Ereignisse durch eine veränderte Risikowahrnehmung der Manager präventiv zu vermeiden.

<sup>1</sup> Unternehmen aus der Finanzbranche wurden aufgrund von besonderen regulatorischen Anforderungen ausgeschlossen.

## Clawback-Klauseln als „best practice“ in Amerika

In Amerika sind Clawback-Klauseln im Zuge des Dodd-Frank Act im Jahr 2010 vermehrt in den Fokus von Unternehmen gerückt. Der Dodd-Frank Act schlug eine verpflichtende Einführung für alle börsennotierten Unternehmen vor (Dodd-Frank Act Section 954). Die Umsetzung dieses Vorschlags ist zwar bis dato nicht erfolgt, dennoch haben zahlreiche amerikanische Unternehmen – vor allem aufgrund des Drucks institutioneller Investoren – damit begonnen, eine Clawback-Klausel in die Verträge ihrer Manager zu integrieren (siehe Abbildung 1).

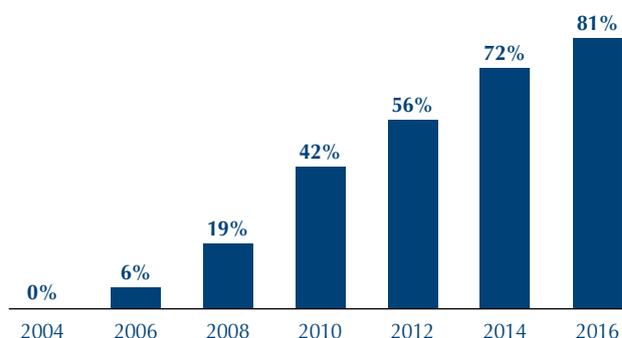


Abbildung 1: Anteil von Clawback-Klauseln im S&P 900

## Amerikanische Entwicklung als Vorbild für Deutschland?

In Deutschland ist in den letzten Jahren eine ähnliche Entwicklung wie in Amerika zu beobachten. Während die Verbreitung noch etwas geringer ist (2018 hatten ca. 2/3 aller Unternehmen im DAX eine Clawback-Klausel), fordern Investoren zunehmend die Aufnahme einer Clawback-Klausel in die Managementvergütung.

Der aktuelle Corporate Governance Kodex, ARUG II und die Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung enthalten ebenfalls eine Empfehlung zur Aufnahme von Clawback-Klauseln. Diese Vorgaben ähneln stark der amerikanischen Entwicklung und lassen eine weitere Zunahme in Deutschland erwarten.

### DCGK<sup>2</sup>

G.11

„In begründeten Fällen soll eine variable Vergütung einbehalten oder zurückgefordert werden können.“

### ARUG II<sup>3</sup>

§ 87a Abs. 1 Nr. 5 AktG-E

„Möglichkeiten der Gesellschaft, variable Vergütungsbestandteile zurückzufordern“

### Leitlinien<sup>4</sup>

1.10

„[...] Vergütungsrückforderung (Claw Back) bei grob pflicht- und sittenwidrigem Verhalten sowie schwerwiegenden Verstößen gegen wesentliche Compliance- und Governance-Vorschriften vorsehen.“

“Clawback-Klauseln werden sich analog der Entwicklungen in den USA auch in deutschen Unternehmen durchsetzen – schon allein durch den Druck institutioneller Investoren.”

Max Holst

<sup>2</sup> Regierungskommission (2019). Deutscher Corporate Governance Kodex, <https://www.dcgk.de/de/kodex/dcgk-2020.html>, Abgerufen: 06.03.2020.

<sup>3</sup> Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) (2019). [https://www.bmjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/DE/Aktionaersrechterichtlinie\\_II.html](https://www.bmjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/DE/Aktionaersrechterichtlinie_II.html), Abgerufen: 06.03.2020.

<sup>4</sup> Arbeitskreis „Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung“, Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung – Design, Darstellung, Dialog, <http://www.leitlinien-vorstandsverguetung.de/>, Abgerufen: 06.03.2020.

## Auch ungewünschte Wirkungen sollten von Entscheidungsträgern berücksichtigt werden

Sowohl eine Verhaltensanpassung in Folge der gestiegenen Risikowahrnehmung als auch die Reduzierung der Eintrittswahrscheinlichkeit der festgelegten Auslösemechanismen sind als Reaktion auf eine Clawback Einführung zu erwarten. Die sich gleichzeitig stellende Frage nach ungewünschten Wirkungsweisen bleibt bisher allerdings weitestgehend unbeantwortet. Die gestiegene Risikowahrnehmung könnte jedoch dazu

führen, dass Manager sich zu stark auf die Vermeidung der Auslösemechanismen fokussieren und gleichzeitig auf wertschaffende, aber riskante Forschungs- und Entwicklungsprojekte, Marktexpansionen, Produktanpassungen und dergleichen verzichten. Dass diese Annahmen nicht gänzlich unbegründet sind, zeigen auch Aussagen der amerikanischen Börsenaufsicht und die eines kürzlich im Handelsblatt erschienenen Gastbeitrags von Heiner Thorborg.

### STIMMEN

#### aus der Praxis

*Clawbacks “[...] may also encourage executives to forgo value-enhancing projects if doing so would decrease the likelihood of a financial restatement.”*

**SEC<sup>5</sup>**

(Amerikanische Börsenaufsicht)

*“Die Clawback-Klausel im Kodex kann gar kontraproduktiv wirken. Sollten nun generell die Boni im Feuer stehen, [...], wird sich kein rationaler Manager mehr auf riskante Entscheidungen einlassen. Risiko ist aber ein wesentlicher Teil des Unternehmertums.”*

**Heiner Thorborg<sup>6</sup>**

(Personalberatung für Vorstandsmitglieder und Geschäftsführer)

## Clawback-Klauseln als strategisches Handicap?

Um mögliche ungewünschte Auswirkungen zu identifizieren, fokussiert sich die Studie auf das von Unternehmen genutzte strategische Repertoire nach der Clawback Einführung. Unternehmen mit einem großen strategischen Repertoire werden als wandelbarer und besser für einen Umbruch gewappnet angesehen. Während Clawback-Klauseln in der Regel grobes Missmanagement verhindern sollen, zielen Investoren und Aufsichtsräte naturgemäß nicht auf die Reduzierung des verwendeten Repertoires ab. Die Ergebnisse der Studie weisen allerdings auf eben diese Reduzierung hin. Im Durchschnitt wird sogar eine Reduzierung von beacht-

lichen sechs Prozent im genutzten Repertoire beobachtet (siehe Abbildung 2). Dieser Rückgang ist sogar noch größer, wenn der Unternehmenskontext oder die Ausgestaltung der Clawback-Klausel die Gefahr des Inkrafttretens erhöht. Dies ist etwa dann der Fall, wenn neben den konkreten Auslösemechanismen wie z. B. Bilanzberichtigungen noch weitere weniger spezifische Mechanismen wie schlechte Außendarstellung festgelegt werden. Neben den gewünschten Auswirkungen können Clawback-Klauseln daher auch die langfristige Unternehmensführung gefährden, indem zum Beispiel wertvernichtende Opportunitäten vernachlässigt werden.

<sup>5</sup> U.S. Securities and Exchange Commission. (2015). Proposed Rule: Listing Standards for Recovery of Erroneously Awarded Compensation.

<sup>6</sup> Thorborg, H. (2019). Der Malus für Managergehälter wird kommen. Gastbeitrag im Handelsblatt.

## STRATEGISCHES

### Repertoire

Das strategische Repertoire eines Unternehmens wird auf Basis von unterschiedlichen strategischen Instrumente gemessen. Diese Instrumente (z.B. ein Joint Venture oder eine neue Produktreihe) werden in acht verschiedene Gruppen wie u. a. Allianzen,

Akquisitionen oder Produktinnovation geclustert. Unternehmen mit breiter gestreuten strategischen Instrumenten weisen infolgedessen ein höheres strategisches Repertoire auf.

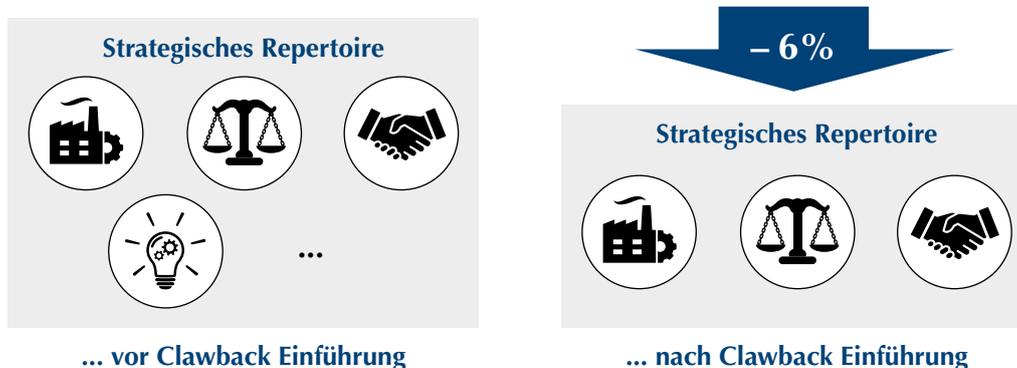


Abbildung 2: Veränderung des strategischen Repertoires im Zuge einer Clawback Einführung

**“ Vor dem Hintergrund der digitalen Transformation und des dabei benötigten strategischen Repertoires sollte die Einführung von Clawback-Klauseln kritischer gesehen werden. ”**

**Sebastian Firk**

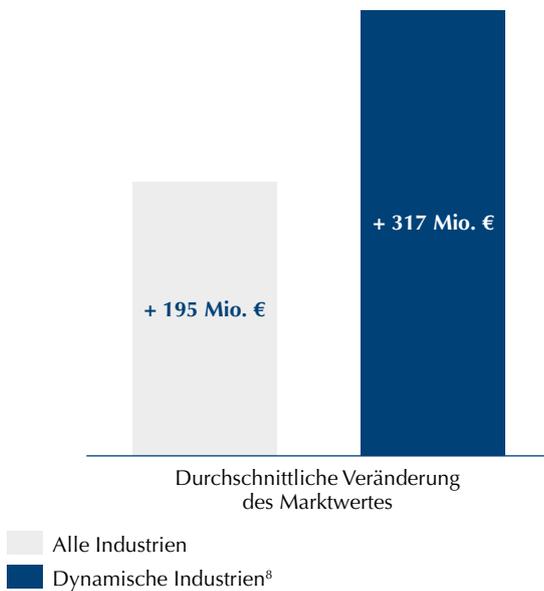
## Verbesserte Unternehmensperformance durch strategisches Repertoire

Zur besseren Einordnung der Reduzierung des strategischen Repertoires in Folge einer Clawback Einführung untersucht die Studie in einem zweiten Schritt die Auswirkungen des strategischen Repertoires auf die Unternehmensperformance bzw. -bewertung<sup>7</sup>. Da ein großes strate-

gisches Repertoire Unternehmen die Möglichkeit bietet, sich schneller und effektiver an veränderte Marktbedingungen anzupassen, ist insbesondere in einem dynamischen Umfeld von einer positiven Wirkung auszugehen. Die Ergebnisse der Studie untermauern diese Vermutung.

<sup>7</sup> Die Messung erfolgt mit Hilfe des Marktwert-Buchwert-Verhältnis. Diese Kennzahl ermöglicht eine Berücksichtigung der langfristigen Erwartungen von Investoren.

Zunächst zeigt sich, dass bereits im Durchschnitt ein Anstieg im Repertoire mit einem Anstieg des Marktwerts verbunden ist (+ 195 Mio. Euro). In dynamischen Industrien ist dieser Zusammenhang jedoch noch deutlich stärker ausgeprägt. Der Anstieg des durchschnittlichen Marktwerts in Folge einer Erhöhung des strategischen Repertoires beträgt hier + 317 Mio. Euro (Abbildung 3).



Basierend auf einem durchschnittlichen Anstieg des Marktwert-Buchwert-Verhältnisses infolge eines Anstiegs des strategischen Repertoires um eine Standardabweichung vom Mittelwert wurde unter der Annahme eines konstanten Buchwerts in Höhe des Sample-durchschnitts die Veränderung des Marktwerts berechnet.

Abbildung 3: Performanceauswirkungen des strategischen Repertoires

**„Aufsichtsräte sollten sich bei der Einführung von Clawback-Klauseln auch ihrer negativen Wirkungen bewusst sein und diese vor dem Hintergrund der strategischen Herausforderungen kritisch reflektieren.“**

**Michael Wolff**

<sup>8</sup> Dynamische Industrien zeichnen sich durch eine hohe Wettbewerbsintensität aus.

## DREI FRAGEN

an Jan Dörrwächter

Dr. Jan Dörrwächter ist seit 2006 Rechtsanwalt und seit April 2017 Senior Partner und Mitglied der Geschäftsleitung der hkp///group.

### 1. Überraschen Sie die Ergebnisse unserer Studie?

Grundsätzlich überraschen mich die Ergebnisse nicht. Dass Clawback-Klauseln Auswirkungen auf das Handeln von Managern haben, war zu erwarten, und das ist ja auch gerade beabsichtigt. Auch dass die Möglichkeit, Vergütung zurückzufordern, eher zu einem risikoaversen Verhalten des Managements führt, ist nicht wirklich überraschend. Interessant ist für mich aber der in der Studie nachgewiesene Effekt auf das strategische Repertoire eines Unternehmens.

### 2. Können die gefundenen Ergebnisse aus Ihrer Sicht auf den deutschen Kontext übertragen werden?

Weitgehend ja. Ich sehe hier weder mit Blick auf die ökonomischen noch die rechtlichen Rahmenbedingungen wesentliche Unterschiede für deutsche Unternehmen. Es wird zwar vereinzelt vertreten, dass Clawback-Klauseln im deutschen Recht nicht bzw. nur äußerst eingeschränkt wirksam vereinbart werden können. Das wird aber vielfach anders gesehen, und außerdem dürfte bereits die – ggf. auch nur vague – Möglichkeit einer Rückforderung auf Basis einer Clawback-Klausel schon Auswirkungen auf das Verhalten von Vorständen haben, unabhängig davon, ob und wie weit eine solche Rückforderung im Ernstfall tatsächlich durchsetzbar ist.

### 3. Welche Trends beobachten Sie aktuell bei deutschen Unternehmen mit Blick auf Clawback-Klauseln?

Es ist ganz klar eine Tendenz – insbesondere auch durch entsprechende regulatorische Veränderungen – zur Implementierung von Clawback-Klauseln in den Vergütungssystemen bzw. Vorstandsverträgen deutscher börsennotierter Unternehmen zu erkennen. Dies gilt vor allem für die im DAX gelisteten Gesellschaften, aber auch viele Unternehmen in anderen Börsensegmenten wie z. B. im MDAX werden dieser Praxis wohl in absehbarer Zeit folgen. In concreto beobachten wir allerdings eine große Varianz, was die inhaltliche Ausgestaltung und damit auch die „Schärfe“ von Clawback-Klauseln anbelangt. Dies dürfte wiederum nicht ohne Auswirkungen auf die verhaltenssteuernde Wirkung solcher Klauseln bleiben.

## Implikationen für Aufsichtsräte

Anhand der vorgestellten Ergebnisse und der Zunahme von Clawback-Klauseln in Deutschland sehen wir die folgenden Handlungsfelder für Aufsichtsräte:

1

Aufsichtsräte sollten sich der ungewünschten Wirkungen vor einer Clawback Einführung bewusst sein.

2

Vor allem Unternehmen in dynamischen Industrien oder während strategischer Transformationsprozesse sollten die Einführung einer Clawback-Klausel kritisch überprüfen.

3

Nach Einführung einer Clawback-Klausel sollten Aufsichtsräte die strategische Entwicklung des Unternehmens noch stärker im Blick behalten.

4

Zur Reduktion möglicher ungewünschter Wirkungen sollte den Managern die Rückforderungslogik und der Rückforderungsprozess transparent gemacht und nachvollziehbar ausgestaltet werden.

## Professur für Management und Controlling

Die Professur setzt sich mit verschiedenen Aspekten der wertorientierten Unternehmensführung auseinander. Unter anderem beschäftigen sich die Forscher\_innen der Professur mit Aspekten guter Corporate Governance. Dabei stehen Fragen nach den Wirkungen von Vergütungssystemen oder bestimmten Aufsichtsratszusammensetzungen im Fokus der Aktivitäten.



**Prof. Dr. Michael Wolff**

Professor für Management und Controlling  
an der Georg-August Universität Göttingen  
E-Mail: michael.wolff@uni-goettingen.de



**Max Holst, M.Sc.**

Wissenschaftlicher Mitarbeiter  
an der Professur für Management und Controlling  
E-Mail: max.holst@uni-goettingen.de



**Dr. Sebastian Firk**

Associate Professor in Management Accounting  
an der University of Groningen  
E-Mail: s.firk@rug.nl

## Weitere Literatur

- Babenko, Ilona; Bennett, Benjamin; Bizjak, John M.; Coles, Jeffrey L.; Sandvik, J. J. (2019). Clawback Provisions and Firm Risk. *Working Paper*.
- Chan, L. H., Chen, K. C. W., Chen, T.-Y., & Yu, Y. (2012). The effects of firm-initiated clawback provisions on earnings quality and auditor behavior. *Journal of Accounting and Economics*, 54 (2-3), 180-196.
- Dehaan, E., Hodge, F., & Shevlin, T. (2013). Does Voluntary Adoption of a Clawback Provision Improve Financial Reporting Quality? *Contemporary Accounting Research*, 30 (3), 1027-1062.
- Iskandar-Datta, M., & Jia, Y. (2013). Valuation Consequences of Clawback Provisions. *The Accounting Review*, 88 (1), 171-198.

## Impressum/Kontakt

### Herausgeber

Georg-August-Universität Göttingen  
Dekanat der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät  
Platz der Göttinger Sieben 3  
37073 Göttingen

### Redaktion/Kontakt

Professur für Management und Controlling  
Platz der Göttinger Sieben 3  
37073 Göttingen  
Tel. +49 (0)551 / 39-27275  
controlling@uni-goettingen.de

Layout: Rothe Grafik, 2020  
Bildnachweise: Frank Lemburg (S. 8), Privat (S. 8),  
Shuo – AdobeStock.com (Titel),  
Icons AdobeStock.com (S.5)