



UNTERNEHMENSANALYSE 13/6/2018

## Die Abnicker - Hauptversammlungen der DAX-Konzerne unter der Lupe

von KAI LEHMANN

- Die Hauptversammlung als oberstes Beschlussorgan deutscher Aktiengesellschaften gewinnt seit einigen Jahren wieder an Bedeutung. Die Aktionärspräsenz steigt und erreicht im Jahr 2018 ein neues Rekordniveau.
- Die Zustimmungswerte bei den Abstimmungen sind ungeachtet handfester Krisen und Skandale nach wie vor sehr hoch. Vorstände und Aufsichtsräte werden insbesondere von institutionellen Anlegern nur selten unter Druck gesetzt.
- Mit der Umsetzung der EU-Aktionärsrechterichtlinie im kommenden Jahr könnte sich das Bild ändern. Das eingeforderte höhere Engagement bei der Mitbestimmung und die erhöhte Transparenz bei der Stimmrechtsausübung zwingen institutionelle Investoren und Vermögensverwalter zu einer intensiven Auseinandersetzung mit Abstimmungsthemen.

Für Vorstände und Aufsichtsräte deutscher Aktiengesellschaften sind die alljährlichen Aktionärsversammlungen in aller Regel Wohlfühlveranstaltungen. So ist die Entlastung der obersten Leitungsgremien bzw. die Zustimmung zu den von ihnen unterbreiteten Vorschlägen hinsichtlich der Gewinnverwendung oder bestimmten Kapitalmaßnahmen meist reine Formsache. So auch in der abgelaufenen Hauptversammlungssaison 2018.

Einerseits sind diese hohen Zustimmungswerte erfreulich, zeigen sie doch, dass die Eigentümer, also die Aktionäre, mit der Arbeit ihrer Vorstän-

de und Aufsichtsräte in den allermeisten Fällen zufrieden sind und schlicht keine Veranlassung haben, den Gremien die Unterstützung zu verweigern. Andererseits könnten die Ergebnisse jedoch auch das Resultat mangelnder Diskussionskultur auf deutschen Hauptversammlungen sein. Während es bei so manchem Aktionärs-treffen immer wieder Privatinvestoren gibt, die aufgrund ihres steten „Redebedarfs“ bereits einen gewissen Bekanntheitsstatus erlangt haben, üben sich institutionelle Großinvestoren oftmals in vornehmer Zurückhaltung. Dass dieses „Durchwinken“ offenbar nicht immer angebracht war, lässt sich in der Retrospektive unter



anderem anhand verschiedenster Corporate Governance Verfehlungen ausmachen, von denen nicht wenige in handfeste Skandale und Unternehmenskrisen ausarteten.

In diese Kerbe schlägt nun die EU-Kommission. In der von ihr im Mai 2017 veröffentlichten EU-Aktionärsrechterichtlinie heißt es, dass es konkrete Anhaltspunkte dafür gäbe, „*dass die derzeitige Überwachung von Gesellschaften, in die investiert wurde, sowie das Engagement von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern oft (...) unzureichend sind*“<sup>1</sup>. Doch ist die Passivität seitens professioneller Investoren in der Regel weniger Ausdruck fehlenden Engagements der Akteure als vielmehr Resultat von Kosten-Nutzen-Überlegungen. Denn insbesondere für große Fondsgesellschaften, die in ihren global ausgerichteten Portfolios nicht selten an mehr als 1.000 Unternehmen beteiligt sind, erscheint es nicht praktikabel, sich mit den Tagesordnungspunkten jedes einzelnen Aktionärs-treffens auseinandersetzen und sich eine eigene Meinung zu den zur Abstimmung stehenden Themen zu bilden. Dieser Umstand hat in den vergangenen Jahren den Einfluss von Stimmrechtsberatern gestärkt. Diese Aktionärsberater analysieren nach eigener Aussage jedes einzelne Unternehmen auf Basis individueller Kriterien und entwickeln entsprechende Abstimmungsempfehlungen. Da die EU bei der Erarbeitung dieser Empfehlungen allerdings Interessenkonflikte befürchtet, werden auch die Beratungsgesellschaften von der angesprochenen EU-Aktionärsrechterichtlinie erfasst. So müssen sich

die Stimmrechtsberater künftig tiefer in die Karten schauen lassen und unter anderem Methoden, Modelle und Informationsquellen offenlegen.

Vor dem Hintergrund dieser Gemengelage wollen wir in diesem Beitrag der Frage nachgehen, wie auf den Hauptversammlungen großer deutscher Konzerne in den vergangenen Jahren tatsächlich abgestimmt wurde. Nachdem im Folgenden zunächst die regulatorischen Grundlagen erörtert werden, werden im Anschluss die Ergebnisse zu den wesentlichen wiederkehrenden Tagesordnungspunkten diskutiert. Als Grundlage der Untersuchung dienen die Hauptversammlungen der DAX-30 Unternehmen für die Jahre 2005 bis 2018.

### **Aktienrechtliche Stellung der Hauptversammlung in Deutschland**

Die Hauptversammlung ist neben Vorstand und Aufsichtsrat eines der drei Leitungsorgane einer Aktiengesellschaft. Anders als bei einer GmbH, bei der bspw. die Gesellschafterversammlung der Geschäftsführung Weisungen erteilen kann, ist das Kräfteverhältnis zwischen den Organen bei einer AG ausgeglichener und die Hauptversammlung ist mitnichten als oberstes Organ der Gesellschaft zu verstehen. Nach § 76 AktG ist allein der Vorstand für die Geschäftsführung zuständig.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Einschränkend sei erwähnt, dass § 119 (2) AktG vorsieht, dass über Fragen der Geschäftsführung die Hauptversammlung entscheiden kann, jedoch nur, wenn der Vorstand es verlangt. Hiervon sollte der Vorstand nach Rechtsprechung des BGH in Ausnahmefällen bei „*grundlegenden Entscheidungen*“, welche „*so tief in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpertes Vermögensinteresse eingreifen, dass der Vorstand nicht vernünftigerweise annehmen kann, er dürfe sie in ausschließlich eigener Verantwortung treffen, ohne die Hauptversammlung zu beteiligen*“ Gebrauch machen (Vgl. sog. Holzmann-Urteil von 1982). Dass dieser Tatbestand jedoch äußerst selten erfüllt sein dürfte, diskutieren Thomas/Stark (2017): „Geschriebene und ungeschriebene HV-Kompetenzen“: in: HV-Praxis, 2017 (2), S. 22f.

---

<sup>1</sup> § 4 S. 2 der Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017.



Die zentralen Kompetenzen der Hauptversammlung sind nach § 119 (1) AktG definiert.<sup>3</sup> Danach entscheidet sie über:

- die Bestellung der Mitglieder des Aufsichtsrats,
- die Gewinnverwendung,
- die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat,
- die Bestellung des Abschlussprüfers,
- Satzungsänderungen sowie
- Kapitalbeschaffungs- bzw. Kapitalherabsetzungsmaßnahmen.

Mit Ausnahme von Grundlagenentscheidungen, die die Struktur der Gesellschaft verändern und bei denen eine 3/4-Stimmmehrheit erforderlich ist, genügt für die Beschlüsse der Hauptversammlung in der Regel eine einfache Mehrheit (§ 133 (1) AktG). Nach dem Gleichbehandlungsprinzip gilt hierbei der Grundsatz „one share, one vote“, d.h. die Stimmrechte verhalten sich proportional zum Anteilsbesitz. Stimmberechtigt sind hierbei alle Inhaber von Stammaktien, Vorzugsaktien sehen in der Regel kein Stimmrecht vor. Verweigert die Hauptversammlung dem Vorstand die Entlastung, so gehen daraus keine unmittelbaren Rechtsfolgen hervor. Allerdings sieht § 84 (3) AktG in einem solchen Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung einen wichtigen Grund, die Bestellung als Vorstandsmitglied bzw. Ernennung zum Vorstandsvorsitzenden durch den Aufsichtsrat zurückzuziehen.

---

<sup>3</sup> Darüber hinaus ist es nach § 119 (1) AktG möglich, dass die Satzung der Hauptversammlung weitere Entscheidungsbefugnisse einräumt, wobei dieses aufgrund des Grundsatzes der Satzungsstrenge (§ 23 (5) AktG) lediglich theoretische Bedeutung hat. Vgl. Haufe Kommentar zum AktG, Rz. 370. Des Weiteren räumt das Umwandlungsgesetz (UmwG) der Hauptversammlung Mitbestimmungsrechte bei Fragen der Verschmelzung bzw. Abspaltung und der Formumwandlung ein.

Neben den in § 119 AktG definierten HV-Kompetenzen können Vorstand und Aufsichtsrat einer börsennotierten Gesellschaft seit dem Jahr 2009 gem. § 120 (4) AktG über die Billigung des Systems zur Vorstandsvergütung beschließen („Say on Pay“), wobei über die Aufnahme der Abstimmung auf die Tagesordnung der Vorstand selbst bestimmt (§ 121 (2) AktG).<sup>4</sup> Allerdings gehen hierzulande auch aus diesem Entschluss entgegen internationaler Ausprägungen keine Rechte oder Pflichten hervor.<sup>5</sup> De jure wird die Hoheit des Aufsichtsrats über die Festlegung des Vergütungssystems nach § 87 AktG also nicht tangiert. De facto hat der Gesetzgeber mit der „Say on Pay“-Regelung jedoch eine effektive Kontrollmöglichkeit über das bestehende System zur Vorstandsvergütung eingeführt, die weit mehr als rein konsultativen Charakter hat.

### **Stimmrechtsausübung**

Hierzulande besteht für Investoren bislang keine Pflicht zur Stimmrechtsausübung. Ein stets rational handelnder Investor gibt nur dann seine Stimme ab, wenn der mit der Stimmabgabe entstehende Nutzen den hiermit verbundenen Aufwand übersteigt. Letzterer besteht nicht nur im Besuch der Hauptversammlung an sich, sondern insbesondere in der Meinungsbildung zu den relevanten Themen, über die es abzustimmen gilt.

Um den Aufwand der Stimmrechtsausübung möglichst gering zu halten, bevollmächtigen insbesondere Privatinvestoren häufig ihre De-

---

<sup>4</sup> Vor Implementierung des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) ergab sich aus Ziffer 4.2.3 Abs. 6 des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) lediglich die Empfehlung, dass der Aufsichtsratsvorsitzende die Hauptversammlung über die Grundzüge des Vergütungssystems des Vorstands informieren soll.

<sup>5</sup> Für einen Überblick über entsprechende im internationalen Kontext, siehe Thomas/Van der Elst (2015): „Say on Pay Around the World“, in: Washington University Law Review, 92 (3), S. 655ff.



potbank mit der Stimmrechtsausübung (§ 134 (3) AktG i.V.m. § 135 AktG (1)-(7)) bzw. übertragen ihre Stimmrechte auf Aktionärsvereinigungen wie die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) oder die Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre (SdK) (§ 135 (8) AktG). Diese Vereinigungen setzen sich im Voraus eines Aktionärstreffens mit den relevanten Tagesordnungspunkten auseinander und legen daraufhin ihr geplantes Abstimmungsvorhaben, meist unter der Angabe von Gründen, offen. Das Deutsche Aktieninstitut (DAI) zeigt in einer umfangreichen Befragungsstudie aus dem Jahr 2014 von über 400.000 privaten und institutionellen Aktionären der Deutschen Post AG, dass Anleger dem Stimmrecht nach wie vor einen hohen Stellenwert beimessen.<sup>6</sup> So würden private Anleger für die Aufgabe ihres Stimmrechts einen Kursabschlag von durchschnittlich 18 % einfordern, was die Relevanz des Stimmrechts dokumentiert.

Institutionelle Investoren hingegen ziehen regelmäßig die Ratschläge großer internationaler Beratungsgesellschaften wie International Shareholder Services (ISS) oder Glass Lewis heran. Diese Stimmrechtsberater haben nach eigenen Angaben etwa 1.700 (ISS) bzw. 1.200 (Glass Lewis) Kunden, folgen über 42.000 (ISS) bzw. 20.000 (Glass Lewis) Aktionärstreffen weltweit und kommen gemeinsam auf einen Marktanteil von schätzungsweise über 90 %. Zuletzt gaben knapp 80 % der 100 größten DAX-Investoren an, dass sie die Meinungen eines „Proxy Advisors“ bei der Stimmabgabe zurate ziehen.<sup>7</sup> Ihren Empfehlungen wird in den allermeisten Fällen wohl

tatsächlich auch Folge geleistet.<sup>8</sup> Denn nicht einmal jeder fünfte institutionelle Investor trifft seine Abstimmung allein auf Basis hausinterner Richtlinien und Analysen. Dies lässt den gewaltigen Einfluss der Stimmrechtsberater erahnen, welcher wohl auch ob des stark gestiegenen Anteils passiver Investoren am Aktionärskapital in den vergangenen Jahre deutlich ausgeweitet wurde. Die Arbeit der Stimmrechtsberater wird jedoch aus zweierlei Aspekten kritisch gesehen. Zum einen besitzen sie eine gewaltige Meinungs- und Durchsetzungsmacht, tragen jedoch, anders als die eigentlichen Stimmrechtsinhaber, kein finanzielles Risiko.<sup>9</sup> Zum anderen sind Stimmrechtsberater häufig bei den Unternehmen, welche sie analysieren, auch in beratender Funktion tätig. Zudem wurde bislang auch die methodische Transparenz bei der Urteilsfindung als unzureichend empfunden, so dass die EU-Kommission ihre diesbezüglichen Anforderungen in der neuen Aktionärsrechterichtlinie deutlich erhöht hat.<sup>10</sup> Die Beratungsgesellschaften ihrerseits verweisen auf die und die Offenlegung von etwaigen Interessenkonflikten und effektive Selbstregulierungsmaßnahmen.

Um institutionellen Investoren und Vermögensverwaltern die Erarbeitung eines eigenständigen Urteils zu erleichtern, hat der Deutsche Fondsverband BVI Analyse-Leitlinien entwickelt.<sup>11</sup> Diese diskutieren unter anderem kritische Faktoren zu wiederkehrenden Abstimmungsthe-

<sup>6</sup> Vgl. Pellens/Schmidt (2014): „Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre“, Studien des Deutschen Aktieninstituts, 2014, S. 50ff.

<sup>7</sup> Vgl. Ipreo Ltd./DIRK (2017): „Investoren der Deutschland AG 4.0 Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30“, S. 13, abrufbar unter [https://www.dirk.org/dirk\\_webseite/static/uploads/170612\\_Die-Investoren-der-Deutschland-AG-4-0\\_DAX-Studie-2016-Ipreo\\_DIRK.pdf](https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/170612_Die-Investoren-der-Deutschland-AG-4-0_DAX-Studie-2016-Ipreo_DIRK.pdf), letzter Abruf: 13. Juni 2018.

<sup>8</sup> So geht Seidl (2017) davon aus, dass in 80 % der Abstimmungen den Empfehlungen des Proxy-Advisors gefolgt wird. Vgl. Seidl (2017): „Mehr als nur Aktionärsberater - ISS, die scharfen Hunde der Börse“, abrufbar unter: <http://boerse.ard.de/boersenwissen/boersengeschichten/iss-die-scharfen-hunde-der-boerse100.html>, letzter Abruf: 13. Juni 2018.

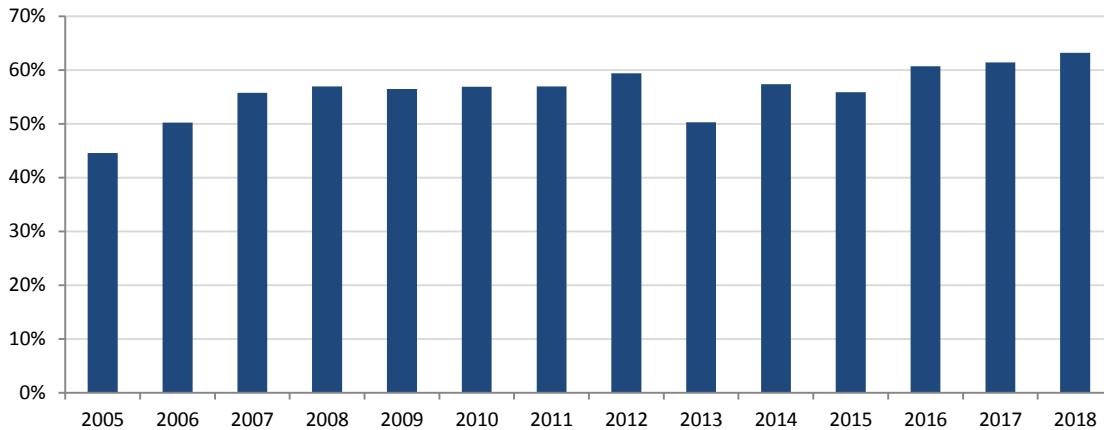
<sup>9</sup> Vgl. Bühler (2016): „Ausserrechtliche Regulierungstendenzen in der Corporate Governance“, in: Expert Focus, 2016 (1-2), S. 15.

<sup>10</sup> Vgl. Zuckschwerdt (2016): „Stimmrechtsberater gewinnen an Einfluss“, in: Die Volkswirtschaft, S. 60.

<sup>11</sup> Die derzeitige Version der Analyse-Leitlinien ist unter [https://www.bvi.de/fileadmin/user\\_upload/Regulierung/Branchenstandards/ALHV/BVI\\_ALHV\\_2018.pdf](https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Regulierung/Branchenstandards/ALHV/BVI_ALHV_2018.pdf) abrufbar, letzter Abruf: 13. Juni 2018.



**Abbildung 1: Präsenzquote auf den Hauptversammlungen der DAX-30 Unternehmen im Zeitraum 2005-2018**



Quelle: Unternehmenswebsites, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: Juni 2018.

men, die bei der Erarbeitung eines eigenen Meinungsbildes helfen. So empfiehlt dieser Leitfaden bspw. bei Interessenkonflikten oder einer offensichtlichen Ämterhäufung eines Vorstands- oder Aufsichtsratsmitgliedes die Entlastung nicht zu erteilen. Doch erfordert auch die Anwendung dieses Leitlinienkataloges ein kritisches Auseinandersetzen mit der jeweiligen Abstimmungsagenda.

### **Präsenz und Abstimmungsergebnisse auf den Hauptversammlungen**

Da börsennotierte Gesellschaften hierzulande jeden Beschluss der Hauptversammlung auf Grundlage des § 130 (6) AktG auf ihrer Unternehmenshomepage zu veröffentlichen haben, lassen sich die Abstimmungsergebnisse ex-post einsehen.<sup>12</sup> Zudem geben die Unternehmen hier

oftmals auch Auskunft über die Präsenzquoten auf den jeweiligen Aktionärstreffen.

Wie **Abbildung 1** zeigt, ist die durchschnittliche Präsenzquote über die letzten Jahre kontinuierlich gestiegen und lag zuletzt bei 63,2 %.<sup>13</sup> Dies entspricht gegenüber dem Jahr 2005 einer Steigerung um knapp 20 Prozentpunkte. Im Vergleich zum Vorjahr konnten 25 der 30 DAX-Unternehmen ihre Präsenzquote noch einmal steigern. Lediglich bei den Unternehmen Covestro, Deutsche Bank, Deutsche Börse, Heidelbergcement und Merck kam es zu geringeren Präsenzquoten. Die um etwa 15 Prozentpunkte geringere Präsenzquote auf der diesjährigen Hauptversammlung von Covestro ist auf den Verkauf eines 14,2-prozentigen Anteils der vorherigen Muttergesellschaft, der Bayer AG, zu-

<sup>12</sup> Die hier hinterlegten Informationen umfassen gem. § 130 (2) AktG die Zahl der Aktien, für die gültige Stimmen abgegeben wurden und ihren Anteil am eingetragenen Grundkapital sowie die Zahl der für einen Beschluss abgegebenen Stimmen, die Gegenstimmen und gegebenenfalls die Zahl der Enthaltungen.

<sup>13</sup> Einzig im Jahr 2013 zeigt sich ein deutlicher Rückgang der Anwesenheitsquote, der auf ein fehlinterpretiertes Urteil des Oberlandesgerichts Köln zurückzuführen ist, nachdem ausländische Investoren gefürchtet hatten, bei einer Stimmabgabe zwischenzeitlich nicht mehr über ihren Aktienbestände verfügen zu können. Vgl. hierzu Nussbaum (2014): „Präsenzsteigerung bei Namensaktien“, in: HV Magazin 2/2014, S. 24.



**Tabelle 1: Zustimmungsqquoten auf den Hauptversammlungen der DAX-30 Konzerne im Zeitraum 2005-2018**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Abstimmung über...</b>														
Gewinnverwendung	98,4	99,9	99,1	99,3	99,8	99,8	99,6	99,6	99,7	99,5	99,3	98,2	98,1	98,3
Aktienrückkäufe	98,4	98,5	96,8	99,0	96,7	94,4	97,6	96,7	95,6	96,1	96,7	96,1	93,4	92,5
Entlastung des Vorstandes	97,6	99,2	97,3	99,6	98,0	98,0	99,6	99,2	98,0	98,6	98,3	99,1	98,6	96,4
Entlastung des Aufsichtsrats	97,2	99,1	96,9	99,0	97,4	97,5	99,1	98,5	97,3	98,1	97,9	97,6	94,5	96,6
Vorstandsvergütung	NA	NA	NA	NA	NA	91,5	93,9	91,0	88,2	95,3	91,7	78,5	69,1	81,8

Quelle: Unternehmenswebsites, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: Juni 2018.

rückzuführen. Überhaupt korreliert das Vorhandensein eines Großaktionärs mit einer höheren Präsenzquote, während ein hoher Streubesitzanteil zu vergleichsweise geringen Präsenzen führt.<sup>14</sup>

Eine hohe Präsenzquote ist wünschenswert, um zufällige Mehrheiten bei den Abstimmungen zu verhindern. Ergebnisse, die auf einer breiten Mehrheit fußen, sind Ausdruck einer gesunden Aktionärsdemokratie. Da, wie zuvor angeführt, bei den meisten Abstimmungspunkten einfache Mehrheiten ausreichend sind, würde bei einer Präsenzquote von bspw. lediglich 40 % ein Kapitalanteil von 20 % genügen, um Kontrolle über die Geschäftspolitik ausüben zu können. Dies ist umso bedenklicher, je höher die Anteilseignerkonzentration ist. Fraglich ist, inwiefern die gestiegenen Präsenzquoten letztlich auf diese erhöhte Aktionärskonzentration zurückzuführen sind oder ob sie tatsächlich Ausdruck eines gestiegenen Interesses an der Stimmrechtsausübung bei der breiten Anlegerschaft sind.

Unbestritten ist jedoch, dass insbesondere passive Investoren durch ihren gestiegenen Kapitalanteil auch bei vielen DAX-Unternehmen ein

immer größeres Stimmenpotenzial innehaben, was vor dem Hintergrund einer passiven Haltung bei der Stimmrechtsausübung bzw. dem exklusiven Ausrichten der Stimmen an den Empfehlungen der Stimmrechtsberater sicherlich kritisch ist.

**Tabelle 1** weist die Zustimmungsqquoten zu den gem. AktG zur Abstimmung zu stellenden (bzw. im Falle des Vorstandsvergütungssystems freiwillig zur Abstimmung gestellten) Tagesordnungspunkte Gewinnverwendung, Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat sowie Vergütungssystem aus. Die unternehmensindividuellen Werte finden sich in tabellarischer Form im Anhang.

### Gewinnverwendung und Aktienrückkäufe

Bei US-amerikanischen Unternehmen mit ihrer monistischen Leitungsstruktur befindet allein das Board of Directors über die Verwendung des erzielten Gewinns. Anders ist der Fall in Deutschland, wo in der Regel Vorstand und Aufsichtsrat den Jahresabschluss feststellen und der Hauptversammlung einen Gewinnvorschlag unterbreiten, die über diesen entscheidet (§§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 AktG). Grundsätzlich ergibt sich für die Unternehmen die Möglichkeit der Gewinnthesaurierung – meist zwecks Finan-

<sup>14</sup> Dieser Befund deckt sich mit den Ergebnisse von Linge/Theissen (2008): „Determinanten der Aktionärspräsenz auf Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften“, CFR-Working Paper No. 08-05.



zierung künftigen organischen oder akquisitorischen Wachstums – oder der Ausschüttung an die Anteilseigner.

Die Daten zeigen, dass der Vorschlag zur Gewinnverwendung in der Praxis zumeist breite Zustimmung erfährt. Die deutlichste Ablehnung im Untersuchungszeitraum war beim Konzern ThyssenKrupp festzustellen, auf dessen Hauptversammlungen in den Jahren 2016 und 2017 sich jeweils etwa 25 % der Stimmen gegen den Gewinnverwendungsvorschlag von Vorstand und Aufsichtsrat aussprachen. Dies ist mitunter auf einen Großinvestor zurückzuführen, der einen Komplettverzicht der letztlich vorgenommenen Ausschüttung von 15 Cent pro Aktie befürwortet hätte, um die Bilanz zu stärken. Dies war dem Vorstand offenbar durchaus bekannt: *"Uns ist bewusst, dass viele von Ihnen gern eine höhere Dividende gesehen hätten. Andere Anteilseigner hätten mit Blick auf unsere finanzielle Situation lieber ganz auf eine Dividende verzichtet. Wir haben den Mittelweg gewählt"*, so CEO Heinrich Hiesinger. Im aktuellen Jahr ist es die Lufthansa, bei denen die vergleichsweise mageren 76,5 % Zustimmung auffallen. Zwar hatte der Vorstand des Konzerns vorgeschlagen seine Dividende um 30 Cent auf 80 Cent anzuheben. Dies war in den Augen einiger Aktionärsschützer jedoch zu wenig.

Eine weitere Möglichkeit, Kapital an die Anleger zurückzuführen, stellen Aktienrückkäufe dar. Diese haben bei den deutschen Konzernen in den letzten Jahren wieder an Popularität gewonnen, allerdings liegt das Volumen der Rückkäufe längst nicht auf dem Niveau vor dem Ausbruch der Finanzkrise.<sup>15</sup> Vorstand und Aufsichtsrat konnten hier bislang ebenso von hohen Zustimmungswerten ausgehen, welche zuletzt

jedoch leicht rückläufig waren. Ein Grund hierfür mag darin liegen, dass die Anteilseigner den derzeitigen Zeitpunkt ob der in den vergangenen Jahren stark gestiegenen Aktienkurse als nicht optimal empfinden. Die hohe Rückkaufaktivität kurz vor dem Ausbruch der Finanzkrise und die anschließende massive Kapitalvernichtung durch den Kursverfall bei vielen Aktien sind dem einen oder anderen Anleger womöglich noch in Erinnerung.

### **Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat**

Ähnlich hoch wie die Zustimmung zu den Gewinnverwendungsvorschlägen sind die Quoten bei der Vorstands- und Aufsichtsratsentlastung. So liegen die Werte hier zumeist nahe bei 100 %. Bei den Gründen, die gegen eine Entlastung eines Vorstandsmitglieds sprechen, sind in erster Linie die Nicht-Einhaltung gesetzlicher Bestimmungen bzw. compliancerelevanter Vorgaben, anhängige Verfahren gegen Mitglieder des Vorstands sowie schlicht und ergreifend ein unbefriedigender Geschäftsverlauf denkbar. Bei Mitgliedern des Aufsichtsrats wird häufig fehlende Unabhängigkeit und damit mangelnde Kontrollausübung in Verbindung mit Ämterhäufung angemahnt.<sup>16</sup>

Bei der Durchschnittsbetrachtung zeigen sich in den letzten beiden Jahren leicht rückläufige Zustimmungswerte, wenn auch sich diese nach wie vor auf sehr hohem Niveau bewegen. Im gesamten Zeitraum war einzig und allein eine Nicht-Entlastung eines Vorstandes zu beobachten: Die des mittlerweile zurückgetretenen CEOs der Deutschen Börse, Carsten Kengeter, in dessen Fall sich auf der Hauptversammlung 2018 lediglich 24,0 % für eine Entlastung aussprachen. Das knappste Ergebnis im gesamten

<sup>15</sup> Vgl. Immenkötter (2017): „Aktienrückkäufe wieder im Kommen“, Flossbach von Storch Research Institute, abrufbar unter: [http://www.fvs-ri.com/files/17.10.06\\_aktienrueckkaeufe\\_wie\\_im\\_kommen.pdf](http://www.fvs-ri.com/files/17.10.06_aktienrueckkaeufe_wie_im_kommen.pdf), letzter Abruf: 13. Juni 2018.

<sup>16</sup> Siehe für weitere Argumente BVI (2017): Aktionärsrechte auf Hauptversammlungen nutzen, abrufbar unter: [https://www.bvi.de/uploads/tx\\_news/2017\\_04\\_26\\_Aktion%C3%A4rsrechte\\_auf\\_Hauptversammlungen\\_nutzen\\_Internet.pdf](https://www.bvi.de/uploads/tx_news/2017_04_26_Aktion%C3%A4rsrechte_auf_Hauptversammlungen_nutzen_Internet.pdf), letzter Abruf: 13. Juni 2018.



Untersuchungszeitraum erzielte der Aufsichtsratsvorsitzende der Infineon AG im Jahr 2009, als lediglich 50,05 % der Aktionäre die Entlastung erteilten. Hingegen überraschen die sehr hohen Zustimmungsquoten, die Vorstand und Aufsichtsrat des Volkswagen Konzerns nach dem Aufkommen des Dieselskandals erzielen konnten. Trotz der offenkundig gewordenen Corporate Governance Probleme, konnten die Gremien auf der Hauptversammlung 2016 Zustimmungsquoten von jeweils 97,7 % erzielen. Seitdem nähern sich die Werte gar wieder der 100 % Marke an. Ein Abstrafen oder gar eine Meuterei seitens der Anleger sehen wahrlich anders aus.

### **System zur Vorstandsvergütung**

Gleich nach dem Inkrafttreten des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) haben viele der DAX-Unternehmen von der Möglichkeit Gebrauch gemacht, über das System zur Vorstandsvergütung abstimmen zu lassen.<sup>17</sup> Anfangs wurden die Vergütungssysteme der Konzerne entgegen der Erwartung nur selten von den Anlegern infrage gestellt und es zeigten sich auch hier meist Zustimmungsquoten von über 90 %. Dennoch wurde über die letzten Jahre eine höhere Sensibilität bei der Frage der korrekten Ausgestaltung des Vergütungssystems seitens der Anteilseigner wahrnehmbar. Offenbar ermutigt durch die Beobachtung, dass der Aufsichtsrat eine Missbilligung seitens der Hauptversammlung nicht zu-

letzt aufgrund der bedeutenden Öffentlichkeitswirkung eines negativen Votums kaum ignorieren kann, sind mittlerweile vergleichsweise hohe Ablehnungsquoten zu beobachten.<sup>18</sup> So konnten in den letzten beiden Jahren lediglich bei 2 der 14 Unternehmen, die in den letzten beiden Jahren über das Vergütungssystem haben abstimmen lassen, Zustimmungsquoten von über 90 % erzielen. Dies könnte auch am gestiegenen Einfluss der „Proxy Advisor“ liegen, die sich in ihren Analysen häufig auf Vergütungsfragen fokussieren und um die Reputationsverluste wissen, die bereits bei prozentual zweistelligen Ablehnungsquoten drohen.

Dennoch gibt es bei den DAX-Unternehmen bis dato erst fünf Fälle, bei denen es zu einer Ablehnung des bestehenden Vergütungssystems kam. Dies verwundert ob der in der Öffentlichkeit nach wie vor zuweilen recht hitzig geführten Debatte um die richtige Ausgestaltung von Managergehältern. Doch zeigen die Ergebnisse, dass diese medial nahezu omnipräsente Kritik wohl mehr Ausdruck der gesellschaftlich als nicht gerechtfertigt empfundenen Vergütungshöhe einzelner Manager ist, als dass die Eigentümer als Kapitalgeber auf breiter Basis Grund zur Beanstandung der Vergütungssysteme hätten. Offenbar empfinden die Aktionäre, dass die Ausgestaltung dieser bei den allermeisten Konzernen im Einklang mit dem langfristigen Wohl des Unternehmens ist. Zudem konnte bislang kein Beleg erbracht werden, dass die Zustimmungsquote einen Einfluss auf die Vergütungshöhe hat.<sup>19</sup> Trotzdem kann das formal nicht bindende Aktionärsurteil mitnichten als zahnloser Papiertiger angesehen werden, da bisherige

---

<sup>17</sup> Empirische Untersuchungen zeigen, dass die Frage, ob überhaupt über das Vergütungssystem abgestimmt wird, positiv vom Aktienstreubesitz und die Zustimmungsquoten positiv der Transparenz des Vergütungssystems abhängen. Vgl. Eulerich/Rapp/Wolff (2012): „Ausgewählte Aspekte Der Vorstandsvergütung: Say-on-Pay-Abstimmungen im Rahmen der Hauptversammlung – Ergebnisse einer empirischen Analyse der HV-Saison 2010“, in: ZCG, 2012 (7), S. 70 sowie Drefahl/Pelger (2013): „Einflussfaktoren auf Abstimmungsmöglichkeit und -ergebnisse über Vorstandsvergütungssysteme deutscher Unternehmen“, in: BfuP, 2013 (65), S. 444ff.

---

<sup>18</sup> Vgl. Rieckers (2016): „Nachlese zur Hauptversammlungssaison 2016 und Ausblick auf 2017“, in: Der Betrieb, 2016 (43), S. 2528.

<sup>19</sup> Vgl. Tröger/Walz (2017): „Does Say on Pay Matter? Evidence from Germany, SAFE Working Paper No. 125 und Eisenschmidt (2016): „Say on Pay-Votum in Deutschland – Stand der empirischen Forschung und Analyse der Hauptversammlungen 2015“, in: Der Betrieb, 2016 (48), S. 2793.





Missbilligungen durchaus Anpassungen der jeweiligen Systeme zur Folge hatten. Die Signalwirkung einer vergleichsweise hohen Ablehnungsrate und der damit einhergehenden negativen Öffentlichkeitswirkung scheint somit zu greifen. Die von Gewerkschaftsseite geäußerte Kritik, dass man im Hinblick auf nachvollziehbarere Managergehälter nicht auf Aktionäre hoffen solle, lässt sich nicht aufrechterhalten.<sup>20</sup>

Die in der Gesamtschau sehr hohen Zustimmungswerte wirken zunächst erstaunlich. Dass Unternehmen tatsächlich Zufallsmehrheiten auf Hauptversammlungen fürchten müssen, lässt sich anhand der historischen Daten nicht bestätigen. Nach kontroverser Diskussion und kritischer Anlegerschaft wirken die Werte jedenfalls nicht. Hierbei sollte man jedoch bedenken, dass Investor Relations Abteilungen einen kontinuierlichen Austausch mit den Anteilseignern pflegen und deren Erwartungshaltung fortlaufend verfolgen. Sie treten meist schon weit vor dem Aktionärstreffen in engen Kontakt mit den Investoren, insbesondere falls sich eine ablehnende Haltung zu bestimmten Punkten der Tagesordnung anbahnt.

## Fazit

Die Präsenzquoten auf den Hauptversammlungen sind in den vergangenen Jahren kontinuierlich gestiegen und bewegen sich im Jahr 2018 auf Rekordniveau. Das ist erfreulich, denn die HV als oberstes Beschlussorgan einer Aktiengesellschaft bestimmt über die grundsätzliche Weichenstellung des Unternehmens. Die hohen Zustimmungswerte und Entlastungsquoten lassen vermuten, dass die Eigentümer

mit der Arbeit der von ihnen beauftragten Manager in aller Regel zufrieden sind. Doch stellt sich die Frage, ob diese hohe Zustimmung tatsächlich einzig und allein Ausdruck großer Zufriedenheit oder nicht auch zu gewissen Teilen das Resultat einer gewissen Passivität unter den Investoren ist.

Die bis spätestens 10. Juni 2019 in nationales Recht umzusetzende EU-Aktionärsrechte-richtlinie sieht im Rahmen eines „*comply or explain*“ unter anderem vor, dass institutionelle Anleger eine Mitwirkungspolitik ausarbeiten und ihr Abstimmungsverhalten darlegen sollen sowie erläutern, inwiefern sie auf die Dienste von Stimmrechtsberatern zurückgegriffen haben. Zudem sieht der sogenannte „*Know your Shareholder*“-Ansatz eine verbesserte Kommunikation zwischen den Gesellschaften und ihren Aktionären vor. Dies soll die Ausübung von Aktionärsrechten und die Zusammenarbeit der Aktionäre mit den Gesellschaften stärken. Dies ist zu begrüßen, den die Eigentümer sollten als Träger des finanziellen Risikos eines Unternehmens dazu ermuntert werden, sich aktiv mit grundsätzlichen Entscheidungen des Unternehmens auseinanderzusetzen.

---

<sup>20</sup> Siehe Köstler/Pütz (2010): „Say-on-pay“, unveröffentlichtes Arbeitspaper der Hans-Böckler Stiftung, abrufbar unter:  
[https://www.boeckler.de/pdf/impuls\\_2010\\_18\\_6.pdf](https://www.boeckler.de/pdf/impuls_2010_18_6.pdf),  
letzter Abruf: 11. November 2017.



**Tabelle 2: Präsenzquoten auf den Hauptversammlungen der DAX-30 Unternehmen im Zeitraum 2005-2018 in Prozent**

UNTERNEHMEN	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>DURCHSCHNITT</b>	<b>44,6</b>	<b>50,2</b>	<b>55,8</b>	<b>56,9</b>	<b>56,5</b>	<b>56,9</b>	<b>57,0</b>	<b>59,4</b>	<b>50,3</b>	<b>57,4</b>	<b>55,8</b>	<b>60,7</b>	<b>61,4</b>	<b>63,2</b>
ADIDAS	26,9	39,7	44,1	53,0	48,8	46,4	57,6	62,2	40,9	48,0	48,5	66,6	64,6	70,0
ALLIANZ		39,2	42,5	40,2	40,7	37,1	45,1	43,8	27,2	39,8	40,1	39,5	41,2	45,7
BASF	34,4	38,4	48,4	51,4	45,4	52,0	45,5	45,4	33,2	40,0	37,7	46,6	47,6	52,4
BMW	36,5	42,2	56,9	62,3	56,7	49,6	48,5	55,1	32,2	46,6	41,3	58,7	59,2	62,2
BAYER			77,8	75,2	76,1	77,5	74,6	75,6	75,6	75,8	75,9	76,0	76,1	79,9
BEIERSDORF	73,4	75,1	72,1	73,0	71,6	73,3	69,5	73,1	72,0	71,5	72,5	71,6	71,5	74,2
COMMERZB.	39,4	40,9	43,6	46,1	38,7	48,7	47,4	46,4	38,6	51,2	45,8	48,8	49,6	51,4
CONTINENTAL	23,6	39,8	47,4	53,1	71,2	83,1	81,7	85,9	81,3	81,4	81,2	80,1	80,0	82,5
COVESTRO												87,3	85,7	70,5
DAIMLER	37,8	38,7	38,5	42,4	41,6	40,3	43,1	44,1	29,3	39,3	36,2	50,8	49,2	55,7
DT. BANK	25,5	40,7	42,5	33,2	41,9	35,1	34,0	34,9	23,0	29,8	33,4	35,9	43,0	42,6
DT. BOERSE	59,8	44,9	53,3	51,7	42,5	45,3	42,9	59,7	29,4	46,4	42,2	66,0	73,7	71,1
DT. POST	41,4	36,3	54,1	47,8	52,5	48,0	53,0	48,5	41,5	57,0	47,0	41,8	44,9	45,3
DT. TELEKOM	74,2	68,5	67,2	71,6	69,9	67,2	64,7	67,0	45,9	56,3	53,8	63,2	62,8	65,8
E.ON	54,5	50,2	57,6	58,6	61,2	58,7	62,1	62,3	49,0	58,4	57,5	65,1	66,5	67,7
FMC	26,1	43,0	54,2	52,9	48,4	43,2	42,2	43,5	26,1	32,3	33,7	44,6	42,9	48,4
FRESENIUS	63,8	60,4	73,9	73,3	73,7	74,4	78,8	76,9	73,7	74,3	74,2	77,8	76,8	80,5
HEIDELBERGC.	47,9	60,2	49,8	74,5	63,3	74,0	75,8	75,6	73,6	74,0	73,9	72,5	70,0	73,0
HENKEL	44,5	84,2	81,4	64,4	72,5	70,0	72,0	73,4	75,1	73,2	75,2	74,1	75,5	72,8
INFINEON	57,2	62,2	66,9	54,7	55,9	70,0	57,0	53,6	54,4	55,5	75,6	55,6	57,2	57,4
LINDE	48,2	54,4	52,9	60,1	45,6	50,8	52,8	58,5	42,6	48,5	53,4	65,4	64,8	68,1
LUFTHANSA	49,8	54,2	66,6	69,2	62,4	62,5	64,8	65,5	61,8	61,9	67,8	65,2	65,5	70,2
MERCK	28,6	41,5	58,9	55,0	59,1	58,2	56,6	63,5	67,5	63,9	64,3	61,9	64,0	59,3
MUNICH RE	42,5	43,3	45,2	45,1	44,6	40,8	45,4	47,1	34,0	44,3	44,9	32,4	39,2	44,0
RWE	56,5	61,4	64,5	66,3	61,9	60,5	52,6	58,1	54,1	53,6	52,2	54,9	52,9	55,2
SAP	54,0	62,1	57,6	62,7	66,4	56,9	65,3	67,3	67,3	65,6	66,2	70,3	69,9	72,0
SIEMENS	32,3	37,5	41,0	48,5	44,3	46,5	44,2	38,4	35,8	45,7	42,9	51,9	53,8	57,3
THYSSENKRUPP	54,0	52,6	57,7	65,0	57,5	55,0	58,5	65,5	64,0	71,2	72,4	71,7	71,6	73,1
VOLKSWAGEN	26,3	44,8	45,3	43,5	67,7	68,2	59,3	71,6	58,8	73,5	57,5	55,7	54,7	55,1
VONOVIA										84,8	52,5	68,5	66,9	72,4

Quelle: Unternehmenswebsites, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: Juni 2018.



**Tabelle 3: Zustimmungsqoten zur Gewinnverwendung der DAX-30 Unternehmen im Zeitraum 2005-2018 in Prozent**

UNTERNEHMEN	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>DURCHSCHNITT</b>	<b>98,4</b>	<b>99,9</b>	<b>99,1</b>	<b>99,3</b>	<b>99,8</b>	<b>99,8</b>	<b>99,6</b>	<b>99,6</b>	<b>99,7</b>	<b>99,5</b>	<b>99,3</b>	<b>98,2</b>	<b>98,1</b>	<b>98,3</b>
ADIDAS	na			99,9	99,1	100,0	99,6	99,9	99,8	99,7	99,4	99,7	99,6	99,9
ALLIANZ		99,9	99,7	100,0	99,9	100,0	99,9	100,0	99,9	100,0	99,9	99,4	99,6	99,9
BASF	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	100,0	100,0	100,0	99,9	99,8	99,7	99,9	99,9	99,9
BMW			90,5	88,3	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,9	99,8	100,0
BAYER	99,4	100,0	99,9	100,0	99,9	99,9	99,9	100,0	99,8	99,7	99,7	99,8	99,9	99,9
BEIERSDORF	100,0	100,0	98,3	100,0	99,8	100,0	100,0	99,3	98,5	98,5	98,8	98,4	98,5	98,9
COMMERZB.	93,5	99,7	99,7	99,9						99,9	99,8	99,7	99,8	99,5
CONTINENTAL	100,0	99,6	99,8	99,9			100,0	99,9	100,0	99,9	100,0	90,0	100,0	100,0
COVESTRO												100,0	100,0	99,9
DAIMLER		99,7	99,8	99,9	99,8		99,9	99,9	99,8	99,5	99,7	99,6	99,6	100,0
DT. BANK			100,0	99,6	99,8	99,6	99,7	99,5	99,6	99,4	99,3	98,9	99,2	99,4
DT. BOERSE	90,7	100,0	94,5	100,0	100,0	100,0	99,9	100,0	100,0	100,0	99,9	100,0	100,0	100,0
DT. POST							100,0	100,0	99,9	99,8	99,8	99,8	99,9	99,9
DT. TELEKOM			99,7	99,7	99,0	99,6	98,8	99,7	99,5	99,5	99,8	99,7	99,6	99,6
E.ON				100,0		100,0	99,9	99,9	99,9	99,9	99,3	99,8	98,3	99,7
FMC	99,9	99,9	100,0	100,0	100,0	99,0	100,0	99,9	99,9	99,8	99,6	100,0	88,3	88,3
FRESENIUS	100,0	100,0	100,0	99,8	99,9	100,0	100,0	99,9	100,0	99,8	88,7	90,7	91,0	89,2
HEIDELBERGC.				99,7	100,0	100,0	99,7	100,0	99,8	99,8	99,7	99,8	99,9	100,0
HENKEL	100,0	100,0	100,0	96,6	99,8	100,0	100,0	100,0	100,0	99,1	99,9	100,0	100,0	100,0
INFINEON							99,2	99,9	99,9	100,0	100,0	99,7	99,8	99,8
LINDE	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	96,0	100,0	99,9	99,8	99,8	99,9	99,7
LUFTHANSA	99,9	100,0	100,0	100,0	99,9	97,3	99,9	96,7	97,1	99,9		99,9	99,8	76,5
MERCK					100,0	100,0	99,9	100,0	100,0	99,1	100,0	99,8	99,7	99,8
MUNICH RE	99,9	99,7	99,4	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,5	100,0	99,9	99,9	99,7	99,5
RWE			100,0	100,0	99,9	100,0	99,9	100,0	99,9	99,1	99,3	98,0	99,6	100,0
SAP						100,0	100,0	100,0	99,9	99,9	99,7	100,0	99,9	99,9
SIEMENS	99,9	99,7	99,6	99,3	99,3	99,7	99,9	99,9	99,7	99,8	99,6	99,7	99,5	99,9
THYSSENKRUPP	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	92,3	99,9		94,2	99,6	75,2	74,1	98,6
VOLKSWAGEN	92,7	100,0	100,0	100,0		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
VONOVIA										100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: Unternehmenswebsites, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: Juni 2018.



**Tabelle 4: Entlastungsquoten der Vorstände der DAX-30 Unternehmen im Zeitraum 2005-2018 in Prozent**

UNTERNEHMEN	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>DURCHSCHNITT</b>	<b>97,6</b>	<b>99,2</b>	<b>97,3</b>	<b>99,6</b>	<b>98,0</b>	<b>98,0</b>	<b>99,6</b>	<b>99,2</b>	<b>98,0</b>	<b>98,6</b>	<b>98,3</b>	<b>99,1</b>	<b>98,6</b>	<b>96,4</b>
ADIDAS				99,6	99,3	99,0	99,5	99,0	99,4	95,9	97,6	99,7	99,7	99,6
ALLIANZ		98,0	99,7	99,8	97,7	99,4	99,8	99,8	98,9	99,8	99,7	98,4	98,6	99,5
BASF	99,9	99,5	99,8	99,8	99,8	99,9	99,9	99,7	99,9	99,8	99,7	99,9	98,3	99,6
BMW		100,0	99,3	99,9	99,9	99,9	99,9	99,7	99,8	99,5	99,7	99,8	99,9	98,4
BAYER				99,4	99,5	99,4	99,2	99,7	98,5	97,7	98,5	100,0	96,7	97,2
BEIERSDORF	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	100,0	100,0	99,8	97,6	99,9	99,3	99,9	100,0	99,8
COMMERZB.	99,8	98,2	99,3	99,8	96,5	98,6	99,0	97,6	96,5	99,5	99,6	98,9	99,8	99,3
CONTINENTAL	99,0	99,6	99,6	99,9	99,9	99,9	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	98,5	99,7	99,9
COVESTRO												99,8	100,0	99,9
DAIMLER		94,5	97,1	99,6	99,2	98,3	99,7	99,6	98,6	98,6	99,7	99,8	99,2	94,6
DT. BANK			99,7	98,9	99,0	98,5	99,0	98,6	93,7	88,9	61,0	99,8	94,1	94,8
DT. BOERSE	68,2	99,4	77,4	99,9	99,6	99,6	99,7	99,9	99,6	99,9	99,7	99,6	83,9	26,0
DT. POST				99,1	99,7	99,79	100,0	99,4	99,8	99,9	99,7	99,9	99,0	99,7
DT. TELEKOM		99,0	99,5	99,6	99,7	99,7	99,9	99,7	99,1	99,8	99,8	99,6	98,8	97,8
E.ON			99,4	99,6	99,8	99,5	99,2	99,5	98,4	99,3	99,2	99,2	99,4	99,7
FMC	99,9	99,7	99,9	99,9	99,9	99,9	99,9	100,0	99,6	99,8	99,8	100,0	99,8	99,2
FRESENIUS	100,0	100,0	100,0	99,8	99,9	99,9	99,6	99,9	99,9	98,4	99,6	99,9	100,0	97,5
HEIDELBERGC.				100,0	99,9	99,0	99,8	99,6	98,8	99,5	99,4	99,6	99,9	99,9
HENKEL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,2	100,0	99,6	100,0	100,0
INFINEON	98,9	99,3	99,8	99,5	61,0	99,6	99,8	99,6	99,4	98,2	99,7	99,2	99,8	99,9
LINDE	99,8	100,0	99,8	99,8	99,7	99,5	99,9	100,0	99,2	99,1	99,5	98,5	96,3	98,8
LUFTHANSA	99,7	99,9	99,8	99,7	99,8	99,6	98,4	99,5	96,4	98,0	99,5	97,4	98,7	99,8
MERCK					100,0	56,2	99,8	99,9	99,7	99,1	99,9	98,9	99,4	99,2
MUNICH RE	99,9	99,5	99,7	99,8	99,9	99,7	99,9	99,7	99,4	99,8	99,7	99,6	99,9	99,4
RWE			99,8	99,7	99,8	99,6	99,9	93,0	99,8	99,5	99,7	100,0	99,7	99,9
SAP						99,5	98,4	99,9	99,4	98,8	99,0	97,7	99,6	99,1
SIEMENS	99,1	98,9	71,4	98,7	99,0	99,0	99,1	99,3	98,9	98,9	99,6	97,8	99,5	99,5
THYSSENKRUPP	99,9	99,9	99,9	99,9	99,9	99,7	98,9	95,6	70,8	92,4	99,6	99,7	99,9	96,3
VOLKSWAGEN	99,8	99,8	99,9	97,3		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	98,4	99,0	98,9
VONOVIA											99,9	99,9	99,8	99,8

Quelle: Unternehmenswebsites, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: Juni 2018.



**Tabelle 5: Entlastungsquoten der Aufsichtsräte der DAX-30 Unternehmen im Zeitraum 2005-2018 in Prozent**

UNTERNEHMEN	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>DURCHSCHNITT</b>	<b>97,2</b>	<b>99,1</b>	<b>96,9</b>	<b>99,0</b>	<b>97,4</b>	<b>97,5</b>	<b>99,1</b>	<b>98,5</b>	<b>97,3</b>	<b>98,1</b>	<b>97,9</b>	<b>97,6</b>	<b>94,5</b>	<b>96,6</b>
ADIDAS				99,6	99,2	99,0	99,5	99,0	99,1	96,7	93,6	94,4	98,0	98,0
ALLIANZ		99,6	99,7	99,8	97,4	99,4	99,5	99,8	98,8	99,5	99,7	99,1	98,5	95,2
BASF	99,3	99,5	99,1	99,0	99,8	99,9	99,6	99,7	99,9	99,6	98,9	99,0	98,0	99,6
BMW			99,5	99,8	99,8	99,8	99,8	99,5	99,5	99,1	98,7	97,9	93,7	96,8
BAYER	99,3	99,2	99,1	99,5	99,5	99,2	99,1	99,6	97,7	97,3	96,9	95,7	95,4	98,0
BEIERSDORF	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	100,0	99,4	99,0	97,9	99,9	98,4	98,9	98,6	97,3
COMMERZB.	92,9	97,3	98,7	99,6	97,2	98,4	99,0	98,1	96,6	99,0	99,6	99,8	99,8	99,3
CONTINENTAL	99,0	99,6	99,9	99,9	99,8	95,7	100,0	100,0	99,9	99,9	100,0	97,1	96,2	97,2
COVESTRO												96,9	100,0	99,9
DAIMLER		94,0	96,2	99,6	99,2	98,0	99,7	99,3	98,6	98,5	99,7	98,8	96,4	94,0
DT. BANK			99,1	98,8	98,9	98,5	93,1	77,7	94,1	91,3	91,5	86,9	93,2	84,4
DT. BOERSE	67,7	99,2	77,1	99,9	99,6	99,6	98,9	99,8	96,2	99,4	98,4	99,8	86,9	85,5
DT. POST				99,8	99,7	99,6	99,9	99,4	99,7	99,9	97,8	99,8	90,5	99,6
DT. TELEKOM			99,1	99,5	99,7	99,7	99,7	99,7	97,1	99,6	98,8	96,6	96,9	92,2
E.ON			99,4	99,6	99,8	99,5	99,2	98,7	98,3	99,3	96,7	99,6	99,7	99,8
FMC	99,9	99,7	99,9	99,7	99,9	99,9	99,9	100,0	99,6	99,8	98,8	99,9	86,5	95,5
FRESENIUS	100,0	99,9	100,0	99,9	99,9	99,8	99,6	99,9	98,7	98,4	98,0	99,5	91,8	89,0
HEIDELBERGC.				100,0	97,8	99,0	99,8	97,8	98,5	99,5	99,4	97,6	98,0	97,3
HENKEL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,9	99,0	100,0	100,0	99,6	98,8	99,6
INFINEON	99,5	99,3	99,8	99,5	50,0	96,5	99,8	99,6	99,3	98,0	99,7	97,8	93,8	99,7
LINDE	99,8	100,0	99,8	99,6	99,7	99,5	99,9	100,0	99,1	99,1	97,4	97,9	94,5	96,2
LUFTHANSA	99,4	99,7	99,6	99,6	99,7	99,6	96,1	99,5	96,4	97,8	99,1	92,0	98,7	99,8
MERCK					100,0	56,0	99,8	99,9	99,9	98,5	96,5	96,5	91,8	96,6
MUNICH RE	99,8	99,5	99,6	99,8	99,9	99,7	99,9	99,4	99,4	99,8	96,0	98,6	99,7	99,4
RWE			99,1	99,4	99,4	99,6	97,9	99,8	97,2	99,5	95,8	99,1	95,5	99,7
SAP						99,3	97,8	99,6	93,8	98,2	91,1	93,3	50,5	98,6
SIEMENS	99,1	99,3	65,9	87,2	96,2	97,5	99,0	99,0	98,4	95,2	98,6	99,3	99,3	99,6
THYSSENKRUPP	99,9	99,9	100,0	99,9	99,9	99,7	98,9	94,8	69,2	80,7	99,2	100,0	98,4	94,3
VOLKSWAGEN	99,8	98,2	98,6	96,0		99,7	99,7	99,3	99,6	99,3	99,6	97,7	99,0	98,9
VONOVIA										100,0	99,9	97,6	99,8	97,9

Quelle: Unternehmenswebsites, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: Juni 2018.



**Tabelle 6: Zustimmungsqquoten zum Vergütungssystem bei den DAX-30 Unternehmen im Zeitraum 2005-2018 in Prozent**

UNTERNEHMEN	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>DURCHSCHNITT</b>	<b>91,5</b>	<b>93,9</b>	<b>91,0</b>	<b>88,2</b>	<b>95,3</b>	<b>91,7</b>	<b>78,5</b>	<b>69,1</b>	<b>81,8</b>
ADIDAS	90,0		89,5			77,5			70,2
ALLIANZ	86,2								
BASF	98,4								79,6
BMW	97,7	95,8	95,4		96,6				78,7
BAYER	95,2						81,1		
BEIERSDORF	99,1	97,9	99,3	95,1				77,3	
COMMERZB.	97,0					98,4	96,5		
CONTINENTAL	97,1				98,2			80,9	
COVESTRO							91,1		
DAIMLER	96,0	97,4			96,8				
DT. BANK	58,1		94,3	88,7	90,8		48,1	96,8	
DT. BOERSE	52,8						84,2		
DT. POST									88,6
DT. TELEKOM	95,9								
E.ON	95,9	96,0		90,6			91,1	91,1	
FMC	99,3	99,7					76,0		
FRESENIUS	99,5		97,0	96,4					63,0
HEIDELBERGC.	45,8	96,0			97,6				
HENKEL	99,9					99,5			
INFINEON		93,2		77,0					
LINDE	98,6		96,5						
LUFTHANSA	97,3	98,4				90,0	90,0		
MERCK		70,3	86,7					46,0	92,7
MUNICH RE	98,3	89,8	89,8	95,4	92,4	90,2	84,8	34,3	92,0
RWE	96,1		96,1	74,0				81,2	
SAP	97,5		65,9				54,7		90,1
SIEMENS	89,6	96,7			93,9	92,8			
THYSSENKRUPP	99,6	94,9				98,8			
VOLKSWAGEN	99,4							81,0	
VONOVIA						86,7			

Quelle: Unternehmenswebsites, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: Juni 2018.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2018 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Dr. Kai Lehmann; *Redaktionsschluss* 13. Juni 2018