



Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE

UNTERNEHMEN 14/12/2018

# Say on pay – Mehr Macht den Aktionären (?)

von KAI LEHMANN

## Zusammenfassung

Die Aktionäre europäischer Großkonzerne dürfen sich auf das kommende Jahr freuen. Mit der Umsetzung der geänderten EU-Aktionärsrechterichtlinie wird ihr Mitspracherecht im Bereich der Vorstandsvergütung hierzulande deutlich ausgeweitet. In anderen europäischen Ländern haben die Eigentümer schon seit längerer Zeit die Möglichkeit, ein rechtlich bindendes Urteil über das Vergütungssystem zu fällen. Wie genau diese Mitspracherechte in den einzelnen Mitgliedsstaaten bislang ausgestaltet sind und inwiefern die Aktionäre ihre Rechte in den zurückliegenden Jahren in Anspruch nahmen, wird im vorliegenden Beitrag beleuchtet.

## Abstract

The shareholders of major European companies can look forward to the coming year. With the implementation of the amended EU Shareholders' Rights Directive, their voting rights in the area of management board remuneration in Germany will be enlarged. In other European countries, owners have for some time had the opportunity to make a legally binding judgement on the remuneration system. This article examines how exactly these rights of codetermination have been developed in the individual member states to date and to what extent shareholders have exercised their rights in recent years.



*Die geänderte EU-Aktionärsrechterichtlinie sieht eine Stärkung des Mitspracherechts der Aktionäre bei der Ausgestaltung der Vergütungssysteme vor.*

Als Mitte Oktober der lang erwartete Referentenentwurf zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) veröffentlicht wurde, war die Erleichterung bei so manchem Aufsichtsrat hierzulande sicher groß. Die Richtlinie war im Mai 2017 gemeinsam vom Europäischen Parlament und dem Rat erlassen worden und ist bis zum Juni 2019 von den EU Mitgliedsstaaten in nationales Recht umzusetzen.<sup>1</sup> Ziel der Richtlinie ist im Wesentlichen die Verbesserung der Mitwirkung der Aktionäre bei börsennotierten Gesellschaften und die Erleichterung der grenzüberschreitenden Information und Ausübung von Aktionärsrechten. Zu diesem Zweck sieht die Richtlinie unter anderem eine Stärkung des Mitspracherechts der Eigentümer bei der Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat vor (Say on Pay). Da die Richtlinie den Mitgliedstaaten bei der konkreten Umsetzung der Vorgaben diverse Freiräume lässt, war insbesondere im Bereich der Vorstandsvergütung mit Spannung erwartet worden, bei wem der deutsche Gesetzgeber künftig die Entscheidungskompetenzen für die Ausgestaltung der Vorstandsvergütung sieht.

Der nun vorgelegte Referentenentwurf sieht vor, dass die Eigentümer zwar tendenziell ein größeres Mitspracherecht im Bereich der Vergütungspolitik eingeräumt bekommen als bisher und künftig auch über den vorgelegten Vergütungsbericht urteilen dürfen. Die auf der Hauptversammlung getroffenen Beschlüsse haben jedoch für den Aufsichtsrat keinen bindenden Charakter. Somit setzt der nun vorliegende Referentenentwurf die Harmonisierungsbestrebungen der EU im Bereich der Vorstandsvergütung zwar um, gleichzeitig trägt er aber der Machtteilung im insbesondere in Deutschland verbreiteten dualistischen System der Unternehmensverfassung von Aktiengesellschaften Rechnung. Bei diesem kommt dem Aufsichtsrat als Kontrollorgan eine wesentliche Verantwortung und somit auch Haftung bei der Ausgestaltung der Vergütungssysteme zu.

Ganz neu ist das Mitspracherecht für die Aktionäre gewiss nicht. Bereits im Jahre 2009 wurde es durch das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) gesetzlich verankert. Viele große börsennotierte Aktiengesellschaften machten sogleich im Folgejahr von der im § 120 (4) AktG beschriebenen Möglichkeit Gebrauch, ihre Aktionäre über das System zur Vergütung der Vorstandsmitglieder urteilen zu lassen. Wohlgermerkt gehen mit dem Beschluss seitdem weder Rechte noch Pflichten einher. Auch besteht bisher keine Pflicht, solch eine Wahl überhaupt durchzuführen. Doch

---

<sup>1</sup> Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre.



zeigt die Praxis, dass die großen Konzerne mitunter regelmäßig über das Vergütungssystem abstimmen lassen und hierbei, anders als vielleicht erwartet worden war, auch regelmäßig hohe Zustimmungswerte erzielen können.

*Auch ein nicht bindendes Aktionärsvotum hat faktisch eine Bindungswirkung.*

Ebenso zeigte sich, dass auch von einem nicht bindenden Aktionärsvotum zum Vergütungssystem seitens der Anteilseigner eine erhebliche Wirkung ausgehen kann. Ignorierte der Aufsichtsrat eine ablehnende Haltung der Hauptversammlung, d.h. folgte auf eine Missbilligung der Eigentümer keine Anpassung der Vergütungssysteme, so wurde das Gremium im darauffolgenden Jahr regelmäßig mit niedrigen Entlastungsquoten abgestraft.<sup>2</sup> Die Öffentlichkeitswirkung ist hierbei stets immens. Folgt die Novellierung des Aktienrechts dem nun vorgelegten Referentenentwurf, so stellt dies für Aktionäre hierzulande somit zweifelsohne auch ohne die bindende Wirkung ihres Votums eine Kompetenzerweiterung dar, ohne jedoch die Kompetenzen deutscher Aufsichtsräte de jure zu verändern.

Um den erforderlichen Rechts- und Verwaltungsvorschriften rechtzeitig nachzukommen, laufen derzeit auch in den anderen Mitgliedsländern der Europäischen Union entsprechende Verfahren zur Umsetzung der geänderten Aktionärsrechterichtlinie. Doch sind die Entscheidungskompetenzen der Hauptversammlung im Bereich der Vorstandsvergütung in so manchem EU-Mitgliedsstaat im Vergleich zu Deutschland auch bisher schon recht umfangreich. So entfaltet das Votum der Aktionäre in einigen Mitgliedsländern unmittelbar bindende Wirkung.

*Die Studie beleuchtet den derzeitigen Stand der Mitspracherechte der Aktionäre in der EU und der Schweiz und analysiert die Abstimmungsergebnisse.*

Vor diesem Hintergrund beleuchtet die vorliegende Studie, wie die Entscheidungskompetenzen der Aktionäre in bedeutenden Mitgliedsstaaten der EU sowie der Schweiz bereits heute ausgestaltet sind. Zudem wird untersucht, wie die Eigentümer in der Vergangenheit zum Thema Vorstandsvergütung votierten. Abschließend wird analysiert, wie bestimmte unternehmensspezifische Erfolgs- und Governance-Charakteristika mit hohen bzw. niedrigen Zustimmungswerten korrelieren. Grundlage für die Untersuchung sind die Unternehmen des STOXX Europe 50 Index, wobei aus Gründen der Übersichtlichkeit auf die Länder Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Niederlande und Schweiz fokussiert wird.

---

<sup>2</sup> Siehe hierzu auch Lehmann (2018), „Die Abnicker: DAX-Hauptversammlungen unter der Lupe“, Flossbach von Storch Research Institute, abrufbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/studien/die-abnicker-hauptversammlungen-der-dax-konzerne-unter-der-lupe/>.



## Status quo der Say on Pay Regulatorik in Europa

Wie bereits angeführt, existieren europaweit derzeit recht unterschiedliche Vorgaben bezüglich des Mitspracherechts der Aktionäre in puncto Vorstandsvergütung. Bevor diese umrissen werden, sollen zunächst die wesentlichen Punkte der geänderten EU-Aktionärsrechterichtlinie als Ausgangspunkt für die sich anschließende Synopse dienen.

*Die Förderung des aktiven Engagements der Aktionäre ist ausdrückliches Ziel der Richtlinie.*

Die Europäische Kommission sieht in der wirksamen und nachhaltigen Mitwirkung der Aktionäre einen Eckpfeiler des Corporate Governance Modells börsennotierter Gesellschaften. Deshalb sollen Aktionäre stärker als bisher in die Corporate Governance einbezogen werden, um die finanzielle und nicht-finanzielle Leistung von Gesellschaften zu verbessern.<sup>3</sup> Da die Vergütung ein effektives Instrument ist, um die Interessen von Management und Aktionären in Einklang zu bringen, sieht die Richtlinie vor, dass Aktionäre die Möglichkeit haben sollten, ihre Ansichten zur Vergütungspolitik zu äußern.<sup>4</sup> Dies sollte mittels einer Abstimmung über die Vergütungspolitik, die verbindlichen oder empfehlenden Charakter haben kann, auf der Grundlage einer klaren, verständlichen und umfassenden Übersicht über die Vergütungspolitik erfolgen.<sup>5</sup> Zudem sollte Aktionären das Recht eingeräumt werden, über den Vergütungsbericht abzustimmen, um die Umsetzung der zuvor gebilligten Vergütungspolitik sicherzustellen. Dieser Vergütungsbericht soll einen umfassenden Überblick über die im Laufe des letzten Geschäftsjahres den einzelnen Vorstandsmitgliedern gewährten Bezüge bieten.

Die Veröffentlichung von individualisierten Bezügen, bei denen zudem über jedes einzelne Element der Vergütung zu berichten ist, soll den Anteilseignern, aber auch der interessierten Öffentlichkeit eine Einschätzung ermöglichen, wie Leistung und Vergütung bei der Gesellschaft miteinander verknüpft sind.<sup>6</sup> Zwar stellt die Richtlinie treffend heraus, dass diese Information erst über längere Zeiträume, wie bspw. die gesamte Amtszeit eines Vorstandsmitgliedes, besonders wertvoll wird, ohne jedoch konkrete Vorgaben bzgl. der Veröffentlichung solch langfristiger Daten zu machen. Sollten die Aktionäre gegen den Vergütungsbericht stimmen, so sollte die Gesellschaft im nächsten Bericht darlegen, wie die ablehnende Haltung der Aktionäre berücksichtigt wurde.<sup>7</sup> Wird gegen eine zur Wahl gestellte Vergütungspolitik votiert, so sollen die Bezüge weiterhin auf Basis des bestehenden Systems gewährt werden.

---

<sup>3</sup> Art. 14, S. 1.

<sup>4</sup> Art. 28, S. 4.

<sup>5</sup> Art. 29, S. 1.

<sup>6</sup> Art. 33 und 34.

<sup>7</sup> Art. 31, S. 1ff.



*Die Richtlinie überlässt den EU-Staaten bei deren Umsetzung in puncto Vorstandsvergütung große Entscheidungsspielräume.*

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Vorgaben der Richtlinie recht vage sind. Dies ist durchaus beabsichtigt, denn die EU-Kommission möchte ihren Mitgliedsstaaten bei der Umsetzung in nationales Recht große Freiräume gewähren, um nationalen Besonderheiten Rechnung zu tragen. Gerade hierzulande stellen die Vorgaben zweifelsohne eine Ausweitung der bisherigen Entscheidungskompetenz der Aktionäre dar, wie im Folgenden dargelegt wird:

- **Deutschland:** Das deutsche Aktiengesetz sieht seit der Novellierung im Rahmen des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) vom 31. Juli 2009 die Möglichkeit vor, dass Aktiengesellschaften die Hauptversammlung über die Billigung des Systems zur Vergütung der Vorstandsmitglieder befinden lassen. Nach § 120 (4) AktG sind mit dem Beschluss jedoch weder Rechte noch Pflichten verbunden. Sollten Vorstand und Aufsichtsrat nicht von sich aus entsprechende Abstimmungen als Tagesordnungspunkt auf die Hauptversammlungsagenda setzen, so können die Aktionäre dies auf Grundlage des § 122 (2) AktG einfordern. Abstimmungen über den Vergütungsbericht kennt man in Deutschland bislang nicht. Die vergleichsweise mageren Möglichkeiten der Einflussnahme der Aktionäre bei deutschen Aktiengesellschaften sind unter anderem auf das „Two-Tier-System“ zurückzuführen, bei welchem dem Aufsichtsrat die Aufgabe der Überwachung des Vorstandes zukommt.<sup>8</sup>
- **Frankreich:** Bis zum Jahr 2016 war in Frankreich lediglich ein zum Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) vergleichbares Soft-Law Regelwerk, der sog. „Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées“ (code Afep-Medef), relevant. Mit der Implementierung des Antikorruptionsgesetzes über Transparenz, Korruptionsbekämpfung und wirtschaftliche Modernisierung, auch bekannt als Sapin II-Gesetz, das zum 1. Juni 2017 in Kraft getreten ist, hat sich dies geändert.<sup>9</sup> Seitdem sind die Regelungen weitaus strikter, die Hauptversammlung fällt ein bindendes Votum über die Vergütungspolitik und den Vergütungsbericht. So ist es vor jedweder Gehaltsgewährung zwingend, dass die Hauptversammlung den Grundsätzen und Kriterien für die Berechnung und Zuteilung der Elemente der Vergütung der Vorstandsmitglieder zugestimmt hat. Im Falle eines negativen Votums über den Vergütungsbericht wird

<sup>8</sup> Siehe hierzu auch Thomas/Van der Elst (2015): „Say on Pay Around the World“, in: Washington University Law Review, Vol. 92 (3), S. 707.

<sup>9</sup> Der Gesetzestext ist abrufbar unter:

[https://www.cjoint.com/doc/16\\_12/FLknuHuFltM\\_loisapin2.pdf](https://www.cjoint.com/doc/16_12/FLknuHuFltM_loisapin2.pdf), letzter Abruf: 14. Dezember 2018.



der variable oder außerordentliche Teil der Vergütung so lange zurückbehalten, bis eine Anpassung der Vergütung die Zustimmung der Anteilseigner erfährt. Frankreich überträgt damit wie kein anderes Land die Entscheidungsbefugnisse in Sachen Vorstandsvergütung auf die Eigentümer, so dass weniger von Say on Pay als vielmehr vom „decide on pay“ gesprochen werden kann.<sup>10</sup>

- **Großbritannien:** In keinem anderen Land der EU reicht die Say on Pay Historie so weit zurück wie in Großbritannien. Bereits im Jahr 2002 wurden im Rahmen der „Directors’ Remuneration Report Regulations“ Abstimmungen der Aktionäre über den Vergütungsbericht gesetzlich reguliert, wobei das Urteil keine bindende Wirkung hatte. Mit der Umsetzung des Enterprise and Regulatory Reform Act im Jahr 2013 sind die Kompetenzen der Anteilseigner deutlich ausgeweitet worden. Seitdem müssen Unternehmen jährlich konsultativ über den Vergütungsbericht sowie mindestens alle drei Jahre bzw. bei wesentlichen Änderungen über die künftige Vergütungspolitik für Direktoren abstimmen lassen. Sollte das Urteil über den Vergütungsbericht negativ ausfallen, so ist ebenfalls erneut über die Vergütungspolitik zu urteilen. Sollten sich die Aktionäre ablehnend zur Vergütungspolitik äußern, so bleibt das zuletzt gebilligte System so lange in Kraft, bis ein neuer Vorschlag die Zustimmung der Anteilseigner erfährt.
- **Niederlande:** In den Niederlanden reicht die Tradition eines bindenden Say on Pay bis in das Jahr 2004 zurück. Der Artikel 2:135 (1) des Dutch Civil Codes sieht seitdem vor, dass Vergütungssysteme zunächst die Zustimmung der Hauptversammlung erfahren müssen, bevor sie in Kraft treten können. Theoretisch stimmt die Hauptversammlung hierbei neben dem System auch über die individuelle Vergütung jedes einzelnen Vorstandsmitglieds ab. Jedoch beinhaltet das Gesetz die Möglichkeit, mittels Satzung festzulegen, diese Befugnis an andere Gremien abzutreten, wovon in praxi in der Regel auch Gebrauch gemacht wird, so dass der Aufsichtsrat über die Individualvergütung bestimmt und die Hauptversammlung über das grundlegende Vergütungssystem befindet. Kommt es zu signifikanten Anpassungen des Vergütungssystems, so muss die Hauptversammlung ihre Zustimmung erneut äußern, bevor die Veränderungen wirksam werden können, wobei weder das niederländische

---

<sup>10</sup> Vgl. Pietrancosta (2017): „Say on Pay: The New French Legal Regime in Light of the Shareholders’ Rights Directive II“, German-French Symposium on Company Law and Capital Markets Law Paris – July 6/7, 2017 -- Revue trimestrielle de Droit financier - Corporate Finance and Capital Markets Law Review, 2017 n° 3, p. 105.



Zivilrecht noch der niederländische Corporate Governance Kodex definieren, was unter „materiell“ zu verstehen ist.<sup>11</sup> Kommt es zu einer Ablehnung des Systems, wird das zuletzt abgesegnete System so lange fortgeführt bis es zu einer Zustimmung der Hauptversammlung kommt.

- **Schweiz:** In der Schweiz hat die Generalversammlung mit dem 8. Abschnitt der „Verordnung gegen übermäßige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV)“, Artikel 18, vom 20. November 2013 eine machtvolle Stellung zugesprochen bekommen.<sup>12</sup> So hat die Generalversammlung für Geschäftsjahre, die am oder nach dem 1. Januar 2014 beginnen, jährlich über den Gesamtbetrag der Vergütung des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung und des Beirats abzustimmen, wobei das Urteil bindende Wirkung hat. Die Abstimmung erfolgt für jedes Gremium einzeln, jedoch nicht für jedes einzelne Mitglied. Ob die Abstimmung prospektiv, retrospektiv oder kombiniert ausgerichtet ist, ist dabei in den jeweiligen Unternehmensstatuten festzulegen. Unabhängig von der Ausgestaltung hat der Verwaltungsrat einen Vergütungsbericht zu erstellen und der Generalversammlung als Grundlage für die Abstimmung vorzulegen.<sup>13</sup> Eine gesonderte Abstimmung über den Vergütungsbericht sieht die Verordnung nicht vor. Viele Unternehmen lassen über den Vergütungsbericht jedoch dennoch konsultativ abstimmen.

### Empirische Auswertung

Um zu untersuchen, wie die Aktionäre europäischer Aktiengesellschaften bislang von den zuvor dargelegten Mitspracherechten Gebrauch machten, wird im Folgenden das Abstimmungsverhalten der Aktionäre zu Vergütungsfragen beleuchtet. Hierzu werden die auf den Websites der Unternehmen im Nachgang zur Hauptversammlung verfügbar gemachten Dokumente ausgewertet.<sup>14</sup> Wie eingangs erläutert, bilden die Unternehmen aus

---

<sup>11</sup> Vgl. Van der Elst (2017): „*Shareholder Voice on Executive Pay: A Decade of Dutch Say on Pay*“, in: European Business Organization Law Review, Vol. 18 (1), S. 57. Der niederländische Corporate Governance Kodex ist unter: <http://www.dutchcivillaw.com/dutchcorperategov.htm> abrufbar, letzter Abruf: 14. Dezember 2018.

<sup>12</sup> Abrufbar unter: <https://www.admin.ch/opc/de/official-compilation/2013/4403.pdf>, letzter Abruf: 14. Dezember 2018.

<sup>13</sup> Adressatenorientierte Ausgestaltungsempfehlungen gibt exemplarisch Schmid (2014), „*Der Vergütungsbericht nach VegüV- Praktische Hinweise zu Umsetzungsfragen*“, in: Schweizer Treuhänder, 12/2014, S. 1153ff.

<sup>14</sup> Teilweise mussten die Dokumente über die Investor Relations Abteilungen angefragt werden, da keine entsprechenden Dokumente auf der Website archiviert waren. Dennoch verblieben vereinzelt Datenlücken.

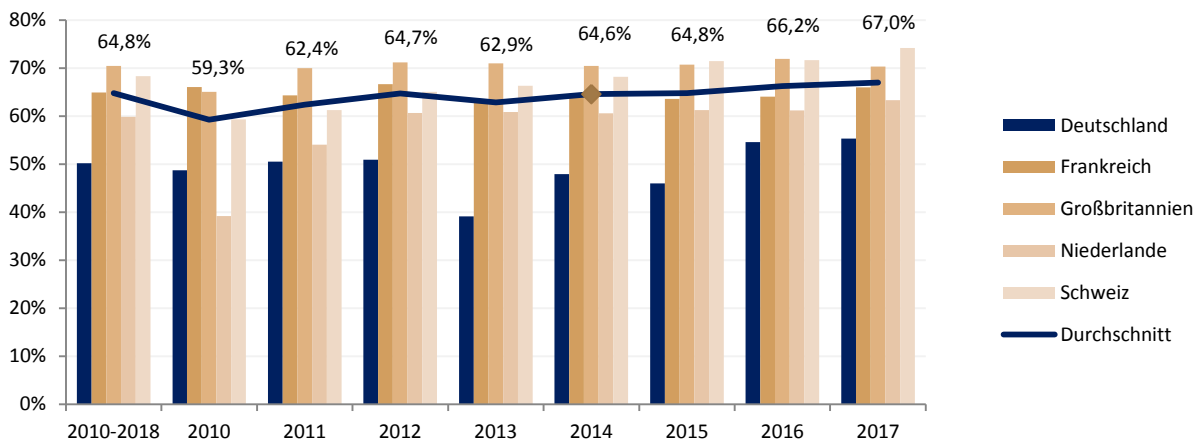


dem STOXX 50 Europe, die ihren Hauptsitz in den Ländern Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Niederlande oder der Schweiz haben, die Untersuchungsgrundlage, wobei die Abstimmungsergebnisse der Hauptversammlungen der Jahre 2010 bis 2018 einbezogen werden.

*Die Präsenzquoten auf den Hauptversammlungen erreichten zuletzt ein neues Rekordhoch.*

Zunächst ist es jedoch interessant zu betrachten, wie groß das Interesse an den Hauptversammlungen grundsätzlich überhaupt ist. **Abbildung 1** zeigt die durchschnittlichen Präsenzquoten auf den Hauptversammlungen der einbezogenen Unternehmen je nach Land. Insgesamt lässt sich eine steigende Kapitalpräsenz auf den Hauptversammlungen feststellen, die von 59,3 % im Jahr 2010 auf 68,8 % im Jahr 2018 angestiegen ist. Dies ist eine Beobachtung, die die EU-Kommission erfreuen dürfte, beklagt sie in ihren Ausführungen zur geänderten Aktionärsrechterichtlinie doch ein fehlendes Engagement, insbesondere von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern.<sup>15</sup> Doch muss eine gestiegene Kapitalpräsenz nicht zwingend auf ein größeres Aktionärsengagement in der Breite zurückzuführen sein, sondern kann schlicht durch eine gestiegene Konzentration des Aktionärskapitals begründet sein. Insbesondere Deutschland fällt mit einer vergleichsweise niedrigen Präsenzquote auf, wenn auch diese über die letzten Jahre kontinuierlich zugenommen hat. Vergleichsweise gut besucht sind die Hauptversammlungen britischer und schweizerischer Gesellschaften.

**Abbildung 1: Präsenzquote im Untersuchungszeitraum nach Ländern**



Quelle: Unternehmensinformationen, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Dezember 2018.

<sup>15</sup> Siehe Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017, Artikel 2, Satz 2 und Artikel 15, Satz 2.





**Tabelle 1** enthält die Abstimmungsergebnisse der Hauptversammlungen differenziert nach Ländern und Themen. Es wird unterschieden zwischen Abstimmungen über den Vergütungsbericht (Vergütungsbericht), Abstimmungen über das System der Vorstandsvergütung (Vorstandsvergütung) und Abstimmungen über die Vergütungspolitik für den Aufsichtsrat (Aufsichtsratsvergütung).

*Zustimmungsquoten von über 90 % sind die Regel, wobei es zwischen den Ländern kaum Unterschiede gibt.*

Sowohl über die betrachteten Länder als auch über die drei verschiedenen Themen hinweg lässt sich eine hohe Zustimmungquote feststellen. Im Durchschnitt liegen die Zustimmungswerte für den Vergütungsbericht sowie das System der Vorstandsvergütung bei ca. 90 %, während Abstimmungen über die Aufsichtsratsvergütung durchschnittlich gar 95 % Zustimmung erfahren. Die hohen Zustimmungswerte in puncto Aufsichtsratsvergütung sind darauf zurückzuführen, dass Mitgliedern des Aufsichtsrats in der Regel Gehälter gewährt werden, die nicht nur betragsmäßig weit unterhalb der Vorstandsgehälter liegen, sondern zudem sehr transparent sind. So werden Aufsichtsräten in der Regel Bezüge mit hohem oder ausschließlichem fixen Anteil gewährt. Vergleicht man die Zustimmungswerte zwischen Vergütungsbericht und Vorstandsvergütung, so zeigen sich bei der Vorstandsvergütung höhere Schwankungen im Zeitablauf. Tendenziell kann für die letzten Jahre eine leicht kritischere Haltung der Aktionäre ausgemacht werden.

**Tabelle 1:** Durchschnittliche Zustimmungswerte im Untersuchungszeitraum in Prozent

	2010-2018	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Vergütungsbericht</b>	<b>89,6</b>	<b>90,8</b>	<b>90,0</b>	<b>88,3</b>	<b>90,4</b>	<b>88,6</b>	<b>91,0</b>	<b>89,7</b>	<b>90,1</b>	<b>87,7</b>
<i>Deutschland</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Frankreich</i>	<b>79,4</b>	-	-	-	-	94,2	63,2	96,1	86,8	56,9
<i>Großbritannien</i>	<b>90,7</b>	92,7	90,1	90,0	92,2	87,7	92,6	88,8	92,1	90,7
<i>Niederlande</i>	<b>90,7</b>	-	98,8	90,9	92,4	93,3	96,2	85,8	93,2	74,8
<i>Schweiz</i>	<b>84,3</b>	84,4	86,0	84,2	86,1	80,7	90,2	87,1	76,3	83,6
<b>Vorstandsvergütung</b>	<b>90,3</b>	<b>93,6</b>	<b>89,2</b>	<b>86,8</b>	<b>91,1</b>	<b>93,4</b>	<b>91,5</b>	<b>84,9</b>	<b>91,9</b>	<b>86,8</b>
<i>Deutschland</i>	<b>88,7</b>	94,1	97,0	95,9	-	95,4	92,8	67,9	-	84,8
<i>Frankreich</i>	<b>87,1</b>	94,8	94,7	94,7	90,0	91,3	87,8	81,1	89,6	82,7
<i>Großbritannien</i>	<b>91,5</b>	93,0	-	-	87,1	92,4	87,7	87,5	96,2	82,1
<i>Niederlande</i>	<b>95,8</b>	97,3	79,7	-	98,9	97,2	98,9	-	95,7	-
<i>Schweiz</i>	<b>89,3</b>	81,9	77,8	84,8	81,9	94,2	93,1	89,9	88,2	91,1
<b>Aufsichtsratsvergütung</b>	<b>95,3</b>	<b>95,0</b>	<b>88,9</b>	<b>96,9</b>	<b>96,2</b>	<b>91,0</b>	<b>97,0</b>	<b>97,0</b>	<b>96,5</b>	<b>96,1</b>
<i>Deutschland</i>	<b>96,7</b>	-	-	-	-	97,3	98,7	99,3	97,0	-
<i>Frankreich</i>	<b>97,1</b>	-	-	96,9	96,2	98,9	98,5	98,7	97,9	98,2
<i>Großbritannien</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Niederlande</i>	<b>99,4</b>	-	99,6	-	-	99,2	-	99,2	99,8	-
<i>Schweiz</i>	<b>94,6</b>	-	-	-	-	88,3	95,9	95,5	95,0	94,2

Quelle: Unternehmensinformationen, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Dezember 2018.



Doch warum verwehren Aktionäre einem Vergütungssystem überhaupt die Zustimmung? Fest steht: Insbesondere institutionelle Investoren setzen sich seit einigen Jahren intensiver mit dem Thema Vergütung auseinander. Investoren, die an einigen hundert oder gar tausend Unternehmen beteiligt sind, stellen hierbei jedoch oftmals keine eigenständigen Analysen an, sondern vertrauen auf die Dienste von Stimmrechtsberatern.<sup>16</sup> Diese sehen ihre Expertise insbesondere in Vergütungsfragen, wobei auch Stimmrechtsberater aufgrund von mehreren Zehntausend zu begleitenden Hauptversammlungen jährlich Check-Listen ähnliche Analysen verwenden, bei denen nationale Besonderheiten aus Sicht einiger Experten nicht ausreichend berücksichtigen werden können.<sup>17</sup> So definiert der Stimmrechtsberater ISS in seinen „Europe Proxy Voting Guidelines“ im Wesentlichen fünf Themenblöcke, deren Nichteinhaltung die Ablehnung eines Vergütungssystems begründen können.<sup>18</sup> So sollte die Vergütungspolitik...

*Die möglichen Gründe für die Ablehnung eines Vergütungssystems sind vielfältig.*

- ...transparent sein und umfassend offengelegt werden.
- ...einen Schwerpunkt auf den langfristigen Shareholder-Value legen.
- ...eine klare Verbindung von Vergütung und Unternehmensperformance erkennen lassen.
- ...von einem unabhängigen Ausschuss erarbeitet worden sein.
- ...keine unangemessene Vergütung für nicht-geschäftsführende Direktoren vorsehen.

Diese Beurteilungskriterien werden im Folgenden, soweit möglich, in erklärende Variablen überführt, um einen möglichen Zusammenhang mit dem Abstimmungsverhalten zu identifizieren. Hierzu zählen die absolute Höhe der Vorstandsvergütung im Vergleich zur Marktkapitalisierung des Unternehmens (Vergütung), die jährliche Veränderungsrate der Vorstandsvergütung ( $\Delta$  Vergütung), die absolute Höhe der CEO-Vergütung im Vergleich zur Marktkapitalisierung des Unternehmens (CEO-Vergütung), die jährliche Veränderungsrate der CEO-Vergütung ( $\Delta$  CEO-Vergütung), der Total Shareholder Return (TSR), also die Kursveränderung und die Dividendenzahlungen im vorherigen Geschäftsjahr bezogen auf den Aktienkurs zu Jahresbeginn, die Frage, ob die variable Vergütung des CEOs vom Aktienkurs des Unternehmens abhängt (TSR-Verknüpfung), der Anteil von unabhängigen Direktoren innerhalb des Vergütungsausschusses (Unabhängigkeit) sowie der Anteil der ausstehenden Aktien im Streubesitz (Streubesitz).

<sup>16</sup> Vgl. Siepmann/Wichering (2018), „Say on Pay und Vergütungsberichte“, abrufbar unter: <https://www.goingpublic.de/say-on-pay-und-verguetungsberichte>, letzter Abruf: 28. November 2018.

<sup>17</sup> Vgl. PriceWaterhouseCoopers (2017), „Vergütungsstudie 2017“, S. 75.

<sup>18</sup> Vgl. ISS (2018), „Europe Proxy Voting Guidelines“, abrufbar unter: <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf>, letzter Abruf: 14. Dezember 2018.



**Tabelle 2: Korrelationskoeffizienten der Zustimmungsqoten und potenziell erklärender Variablen**

	Vergütung	Δ Vergütung	CEO-Vergütung	Δ CEO Vergütung	TSR	TSR-Verknüpfung	Unabhängigkeit	Streubesitz
Vergütungsbericht	<b>-0,153*</b>	0,031	-0,045	0,041	0,055	0,023	0,074	0,054
Vorstandsvergütung	-0,028	<b>-0,171*</b>	<b>-0,138*</b>	<b>-0,234*</b>	0,084	0,138	-0,060	0,063

\* =Signifikanzniveau <5 %.

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Bloomberg, Stand Dezember 2018.

**Tabelle 2** umfasst die jeweiligen Korrelationskoeffizienten separiert nach Vergütungsbericht, welcher als Proxy für die Zufriedenheit der Aktionäre mit dem Vergütungssystem in der abgelaufenen Periode interpretiert werden kann, und dem System der Vorstandsvergütung, welches die künftige Ausgestaltung adressiert.<sup>19</sup>

Folgende Zusammenhänge lassen sich beobachten:

*Zwischen der Ablehnung eines Vergütungssystems der Höhe der gewährten Vergütung besteht ein Zusammenhang.*

- Je höher die Vergütung des Gesamtvorstandes im Vergleich zur Größe des Unternehmens ist, desto niedriger fallen die Zustimmungsqoten beim Vergütungsbericht tendenziell aus.
- Je höher das Gehalt des CEOs im Vergleich zum Unternehmen ist, desto niedriger fallen die Zustimmungsqoten für das System der Vorstandsvergütung aus.
- Je höher die Gehälter des CEO und des Gesamtvorstandes im Vergleich zum Vorjahr angestiegen sind, desto niedriger fallen die Zustimmungsqoten für das System der Vorstandsvergütung aus
- Zwischen dem TSR sowie der Frage, ob der variable Teil des CEO Gehalts vom TSR abhängig ist, und dem Zustimmungsniveau, besteht kein Zusammenhang. Ebenso sind der Grad der Unabhängigkeit des Vergütungsausschusses und die Höhe des Streubesitzanteils nicht mit dem Abstimmungs-niveau korreliert.

Insbesondere die absolute Höhe der Vergütung und der Anstieg der Vergütung im Vergleich zum Vorjahr scheinen also einen gewissen Effekt auf das Niveau der Zustimmung zu haben. So votierten beim Unternehmen SAP im

<sup>19</sup> Auf eine Analyse der Aufsichtsratsvergütung soll verzichtet werden, da die Zustimmungswerte auf sehr hohem Niveau liegen und zudem kaum schwanken.



Jahr 2016 bspw. gerade einmal 54,7 % der auf der Hauptversammlung anwesenden Aktionäre für das überarbeitete Vergütungssystem. In erster Linie der Stimmrechtsberater ISS und der britische Investmentfonds Hermes sahen bei der maximal möglichen Vergütung für den CEO „rote Linien“ überschritten.<sup>20</sup> Da es im Folgejahr zu keiner Anpassung des Systems kam, wurde der Aufsichtsratschef auf der Hauptversammlung des Jahres 2017 mit gerade einmal 50,5 % der Stimmen denkbar knapp entlastet.

*Neben der Vergütungshöhe kritisieren Investoren häufig die Intransparenz der Systeme.*

Neben der absoluten Höhe der Vergütung gehen hohe Ablehnungsquoten oftmals mit mangelnder Transparenz der Vergütungssysteme einher.<sup>21</sup> So bezeichnet Immenkötter (2018) die Nachvollziehbarkeit der Vergütungen deutscher Konzernchefs trotz jüngster Verbesserungen nach wie vor als unzureichend.<sup>22</sup> Dies ist offenbar kein rein deutsches Phänomen. So votierten mehr als ein Drittel (35,8 %) der Aktionäre der Unilever PLC auf der jüngsten Hauptversammlung im Mai 2018 gegen eine Anpassung des Vergütungssystems, da nicht absehbar sei, wie das System auf die künftigen Gehälter der sog. „Top-Executives“ wirke. Der Vorstand ließ daraufhin verlauten, dass man die Bedenken der Investoren ernst nehme und die Vergütung bei einem Anderthalbfachen des zugrundgelegten Zielwerts kappen werde und künftig eine Vereinfachung des Systems anstrebe. Zudem sei das Vergütungssystem ohnehin alle drei Jahre zur Abstimmung zu stellen.<sup>23</sup>

Auch wenn diesen Fällen insbesondere ob ihrer Medienwirkung oft große Aufmerksamkeit zuteilwird, so scheinen die Aktionäre mit der Ausgestaltung der Vergütungssysteme in der Regel doch recht zufrieden zu sein. Doch darf bei all dem nicht unerwähnt bleiben, dass hohe Zustimmungswerte nicht unmittelbar Ausdruck permanenter Zufriedenheit sein müssen. Konflikte werden selten auf der medienwirksamen Bühne der Hauptversammlung ausgetragen. Vielmehr existieren alternative Kanäle, über die bedeutende Aktionäre ihren Einfluss bereits im Vorfeld geltend machen können. So haben institutionelle Investoren bei signifikantem Stimmrechtsanteil oftmals die Möglichkeit mit Vorstand und Aufsichtsrat abseits der allgemeinen Öffentlichkeit zu diskutieren. Alternativ ist es denkbar, dass

---

<sup>20</sup> So hätte SAP CEO Bill McDermott im sehr theoretischen Fall, dass sich die SAP Aktie innerhalb von vier Jahren verdreifacht etwa 41 Millionen Euro in einem Jahr verdienen können.

<sup>21</sup> Vgl. exemplarisch PWC (2018), „Vergütungsstudie 2017“, S. 10.

<sup>22</sup> Vgl. Immenkötter (2018), „Vergütung weiterhin intransparent“, Flossbach von Storch Research Institute, abrufbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/studien/>

<sup>23</sup> Vgl. McCance (2018), „Unilever shareholders revolt against remuneration“, abrufbar unter: <https://economia.icaew.com/news/may-2018/unilever-shareholders-revolt-against-remuneration>, letzter Abruf: 14. Dezember 2018.



Großinvestoren ihren Einfluss auf die Vergütungspolitik direkt über Mandate im Aufsichtsrat geltend machen. Zweifelsohne wurde der Gegenwind in der jüngeren Vergangenheit aber auch auf den Hauptversammlungen rauer, was insbesondere dem wachsenden Einfluss der Stimmrechtsberater zuzuschreiben ist.

### **Fazit**

Mit der bis Mitte nächsten Jahres in nationales Recht umzusetzenden geänderten EU-Aktionärsrechterichtlinie wird das Mitspracherecht der Aktionäre in puncto Vorstandsvergütung deutlich ausgeweitet. Folgt die Umsetzung dem derzeit vorliegenden Referentenentwurf, werden sich aus dem Votum der Hauptversammlung für den Aufsichtsrat hierzulande auch weiterhin keine unmittelbaren Rechtsfolgen ergeben. Dies ist zu begrüßen, denn verbindliche Entscheidungen der Hauptversammlung würden nicht zum dualistischen Modell deutscher Aktiengesellschaften passen. Dennoch zeigen die jüngsten Erfahrungen, dass ein Mangel an Zustimmung der Eigentümer ernst zu nehmen ist und Aufsichtsräte schlecht beraten wären, kritische Aktionärsstimmen zu ignorieren. Diese gehen vergleichsweise oft mit hohen Gehältern und einer überdurchschnittlichen Zunahme derselben einher. Zudem scheint es insbesondere die mangelnde Transparenz des Vergütungssystems zu sein, welche die Eigentümer in der Vergangenheit zu einem negativen Votum veranlassten. Da das Thema der Vorstandsvergütung im Rahmen der Umsetzung der geänderten EU-Aktionärsrechterichtlinie künftig eine deutliche Aufwertung erfahren dürfte, täten die Konzerne gut daran, den erkennbaren Trend zu mehr Transparenz fortzusetzen.



## 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* 14. Dezember 2018