



# Mehr Kapital, weniger Publikum

## Die zwei Seiten der Präsenz

SAY ON PAY

Neue Mitspracherechte  
für Aktionäre

SAISON 2018

Schwere Zeiten  
für Aktivisten?

AUSKUNFTSRECHT

Pflichten für  
den Vorstand

Neue Mitspracherechte für Aktionäre

# Who's afraid of Say on Pay?



## LUCAS WINTERFELD

Junior Berater,  
Link Market Services GmbH  
lucas.winterfeld@linkmarketservices.de



## SABRINA ROMES

Prokuristin / Senior Beraterin,  
Link Market Services GmbH  
sabrina.romes@linkmarketservices.de

Mit der Verabschiedung der europäischen Aktionärsrechterichtlinie (AR-RL II) im Mai 2017 werden im Hinblick auf das Thema **Vorstandsvergütung** sowohl das Mitspracherecht der Aktionäre als auch die Transparenz weiter gestärkt. Die HV-Saison 2017 hat in diesem Zusammenhang gezeigt, dass das Thema **Vorstandsvergütung** immer mehr in den Fokus der Aktionäre rückt und damit an Bedeutung für Aktiengesellschaften gewinnt.

Als wesentliche Neuerungen bezüglich der Hauptversammlung sieht die AR-RL II in Zukunft ein Recht auf Abstimmung sowohl über das Vergütungssystem als auch über den Vergütungsbericht vor. Bei der Implementierung der Richtlinie wird dem Gesetzgeber jedoch die Wahlmöglichkeit gegeben zu entscheiden, ob die Abstimmung einen „bindenden“ oder lediglich einen „beratenden“ Charakter haben soll. Es ist aber in jedem Fall davon auszugehen, dass durch die AR-RL II die Hauptversammlungen aller gelisteten Unternehmen regelmäßig „Say-on-Pay-Abstimmungen“ durchführen müssen.

## „Say on Pay“ in der HV-Saison 2017

Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass im „Rekordjahr“ 2010, nach der Einführung des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG), 26 der heutigen DAX-Gesellschaften die Vorstandsvergütung

auf die Tagesordnung gesetzt haben. In den Jahren 2011 bis 2017 haben im Schnitt acht DAX-Unternehmen die Vorstandsvergütung zur Abstimmung gestellt. Auch 2017 haben mit Beiersdorf, Continental, der Deutschen Bank, Merck, Munich RE, ProSiebenSat1, RWE und Volkswagen acht Unternehmen das Votum ihrer Aktionäre zur Vergütung der Vorstände eingeholt. Unterhalb des DAX ist die Anzahl der Abstimmungen zum Vergütungssystem in der Regel noch niedriger. 2017 haben insgesamt fünf Unternehmen des MDAX, zwei Unternehmen des SDAX und drei Gesellschaften im TecDAX zur Vorstandsvergütung abstimmen lassen. Bemerkenswert im Zusammenhang mit dem Thema „Say on Pay“ ist vor allem, dass in der HV-Saison 2017 bei drei DAX-Unternehmen der Beschluss zur Billigung des Vergütungssystems abgelehnt wurde. Die durchschnittliche Zustimmungquote lag wegen der vergleichsweise hohen Anzahl von Ablehnungen bei 65,44% (85,12%, 92,64% und 68,38% für MDAX, SDAX und Tec-

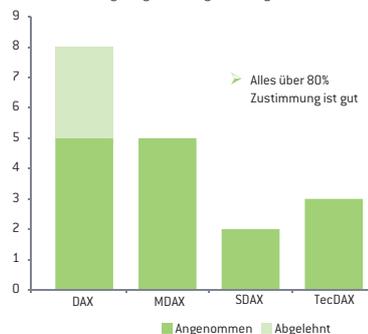
DAX). Dies stellt ein Novum dar und zeigt, dass insbesondere die institutionellen Investoren die Vorstandsvergütung im Zusammenhang mit Corporate-Governance-Themen verstärkt in den Fokus nehmen und kritischer auf der Hauptversammlung abstimmen. Hierbei spielen auch die Empfehlungen der Stimmrechtsberater eine wesentliche Rolle.

## Sicht der Stimmrechtsberater

In der zurückliegenden HV-Saison gaben die Stimmrechtsberater ISS, Glass Lewis und IVOX/BVI für die zur Wahl gestellten Vergütungssysteme sowie deren Offenlegung mehrheitlich negative Abstimmempfehlungen. Damit zusammenhängend hat die

## RÜCKBLICK HV-SAISON 2017

Anzahl Unternehmen, bei denen die Beschlussfassung über die Vorstandsvergütung auf der Tagesordnung stand:



Quelle: Link Market Services

## SICHT DER STIMMRECHTSBERATER – HIGHLIGHTS

ISS	Glass Lewis	IVOX/BVI	DSW
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Quantitativer Stresstest (P4P)</li> <li>• Qualitative Analyse</li> <li>• Keine variablen Bezüge bei schlechter Performance</li> <li>• effektiver und unabhängiger Vergütungsausschuss</li> <li>• Keine Sonder-Boni &amp; garantierten Boni</li> <li>• Verwässerung durch Aktienpläne darf 5% des GK (High Growth 10%) nicht übersteigen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kodex Anregungen sollten umgesetzt werden</li> <li>• Spielraum für Individualität</li> <li>• Mix aus absoluten &amp; relativen Kriterien</li> <li>• Klarer Bezug zur Strategie</li> <li>• Keine Auszahlung bei schlechter Performance</li> <li>• Sicherheitsmechanismen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kodex Konformität</li> <li>• Höchstgrenzen, Tabelle</li> <li>• Begrenzter Ermessensspielraum</li> <li>• Keine nachträgliche Zielanpassung</li> <li>• Leistungsparameter nicht ausschließlich aktienpreisgebunden</li> <li>• Abstimmung mindestens alle 5 Jahre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nachhaltigkeit</li> <li>• Enge Verknüpfung von wirtschaftlichem Erfolg und Vergütungshöhe</li> <li>• Begrenzter Ermessensspielraum</li> <li>• Abstimmung bei Änderungen</li> <li>• Mindestens alle 4–5 Jahre</li> <li>• Clawback</li> <li>• Darstellung Best Case/ Worst Case Scenario</li> </ul>

- TRANSPARENZ: klar & verständlich
- Angemessenes Grundgehalt und an den Erfolg des Unternehmens gekoppelte variable Vergütung (Bonus & mind. 3 Jahre LTI)

Quelle: Link Market Services

HV-Saison 2017 zeigt, dass eine nicht angemessene, zukunftsorientierte, an Leistungsziele gebundene Vergütung sowie mangelnde Transparenz die wesentlichen Kritikpunkte an den zur Wahl gestellten Vergütungssystemen waren. Dabei haben auch ein zu großer Ermessensspielraum des Aufsichtsrats und unzureichende Unabhängigkeit des Vergütungsausschusses sowie Sonderboni, großzügige Abfindungszahlungen, eine nachträgliche Anpassung der Vergütungskriterien sowie eine Erhöhung der Vergütung ohne valide Erklärung zu einer Ablehnung durch die Stimmrechtsberater und Investoren geführt. Eine Analyse der jeweiligen Voting Guidelines zeigt allerdings, dass durchaus Unterschiede bei den Schwerpunkten der Empfehlungen und zwischen den zugrunde liegenden Sichtweisen bestehen. Angesichts der gesetzlichen Neuerungen sowie der sich verändernden Aktivitäten der Investoren und Stimmrechtsberater bedarf es vonseiten der Gesellschaften eines neuen, strategischen Umgangs mit dem Thema Vorstandsvergütung.

## Was ist zu tun?

Vor dem Hintergrund der bestehenden Regelung in Deutschland bleibt abzuwarten, ob sich der deutsche Gesetzgeber für ein bindendes oder für ein lediglich empfehlendes Aktionärsvotum entscheidet. Die EU-

Richtlinie verlangt aber, dass in jedem Fall regelmäßig über das Vergütungssystem und den Vergütungsbericht abgestimmt werden muss. Um sich dafür die entsprechenden Mehrheiten zu sichern, ergeben sich aus den bisher gemachten Erfahrungen mit „Say-on-Pay-Abstimmungen“ einige Empfehlungen hinsichtlich der Gestaltung der Vergütungssysteme sowie deren Offenlegung: Die Vergütung sollte grundsätzlich aus einem angemessenen Grundgehalt und einer an den Erfolg des Unternehmens gekoppelten variablen Vergütung bestehen. Hierbei sollte darauf geachtet werden, dass die variable Vergütung in einem sinnvollen Zusammenhang mit der kommunizierten Guidance steht und über absolute wie relative Erfolgskriterien sowie Sicherheitsmechanismen verfügt. Hinsichtlich des Vergütungsberichts wird eine verständliche und transparente Offenlegung des Vergütungssystems zunehmend wichtig. Die Darstellungen sollten einen klaren Bezug herstellen zwischen einer nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswertes und der Vorstandsvergütung. Da die Stimmrechtsberater sich bei der Erstellung ihrer Vorgaben häufig am nationalen Corporate-Governance-Kodex (in Deutschland am DCGK) orientieren und auch die Investoren zunehmend sensibler werden in Bezug auf ESG-Kriterien, ist es empfehlenswert, die Standards des DCGK zu berücksichtigen und in

der IR-Arbeit auch die ESG-Verantwortlichen seitens der Investoren miteinzubeziehen.

## Ausblick

Grundsätzlich ist künftig ein proaktiver und offener Umgang mit Investoren und Stimmrechtsberatern im Zusammenhang mit Say on Pay sinnvoll. Hierbei lohnt sich ein Blick auf die eigene Aktionärsstruktur, um zu erschließen, welche Empfehlungen der Stimmrechtsberater beim jeweiligen Großaktionär die größte Relevanz haben. Idealerweise sollten Unternehmen nicht erst im Vorfeld der Hauptversammlung mit Stimmrechtsberatern und Vertretern der Investorenseite in Kontakt treten, sondern den permanenten Austausch suchen. Dies erlaubt sowohl eine frühzeitige Identifizierung der relevanten Themen und Sichtweisen als auch die Möglichkeit, negativer Meinungsbildung entgegenzuwirken. Sollte auf der Hauptversammlung der Beschluss zum Vergütungssystem abgelehnt oder lediglich mit einer knappen Mehrheit angenommen worden sein (75% nach BVI-Analyse-Leitlinien), sollten die betroffenen Gesellschaften sich mit der Kritik der Investoren auseinandersetzen und Anpassungen vornehmen, um eine Ablehnung bei der Entlastung des Aufsichtsrats oder der Wiederwahl von AR-Mitgliedern in der nächsten Hauptversammlung zu vermeiden.