



Maximilian Behrmann und Dr. Remmer Sassen

Say on Pay bei deutschen börsennotierten Unternehmen –
Implikationen für den Mittelstand und die Risk Governance

Gliederung

1. Problemstellung
2. Rechtliche Rahmenbedingungen
3. Stand der Forschung
4. Untersuchungen und Ergebnisse
5. Implikationen für den Mittelstand und die Risk Governance
6. Diskussion

1. Problemstellung

- Höhe und Entwicklung der Vorstandsvergütung steht im Fokus der öffentlichen Wahrnehmung
- Treiber dieser Diskussion:
 - (zu) hoch wahrgenommene Entlohnung
 - zusammenhängende Skandale (z.B. Enron)
 - öffentlichkeitswirksame Gerichtsprozesse (z.B. Mannesmann)
 - kurzfristige Vergütungsanreize des Managements als Ursache der weltweiten Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise

1. Problemstellung

- Vorstandsvergütung als zentrale Thematik der Corporate Governance-Diskussion und -Forschung
- Infolgedessen wurden verschiedene (inter-)nationale Regulierungsansätze entwickelt:
 - Offenlegungspflichten durch das VorstOG 2005
 - Vorgaben zur Festsetzung der Vorstandsvergütung durch das VorstAG 2009
 - Einfluss der Aktionäre auf die Vorstandsvergütung ebenfalls durch VorstAG

1. Problemstellung

- Einfluss der Aktionäre auf die Vergütung bzw. das Vergütungssystem des Managements durch die Möglichkeit einer Abstimmung auf der Hauptversammlung (sog. Say on Pay-Votums)
 - Vereinigtes Königreich [United Kingdom (UK)] (2002) und Australien (2004) als Vorreiter
 - mehr Gestaltungsspielraum für Aktionäre bei der Festsetzung der Vergütungshöhe und bei der Ausgestaltung des Vergütungssystems
 - zusätzliches Überwachungsinstrument der Aktionäre

1. Problemstellung

- Seit der Hauptversammlungssaison 2010 besteht auch für die Aktionäre deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften die Möglichkeit eines Say on Pay-Votums
- Immer mehr Länder normieren zwar ein entsprechendes Votum, jedoch ist dessen Ausgestaltung teilweise sehr unterschiedlich
- Der Vorschlag zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG (KOM (2014) 213) enthält Vorschläge für ein Vergütungsvotum für die EU-Mitgliedsstaaten

2. Rechtliche Rahmenbedingungen

- Erweiterung des § 120 AktG um Abs. 4 durch das VorstAG
- Wortlaut des § 120 Abs. 4 AktG:

*Die Hauptversammlung der börsennotierten Gesellschaft kann über die Billigung des **Systems zur Vergütung** der Vorstandsmitglieder beschließen. Der Beschluss begründet **weder Rechte noch Pflichten**; insbesondere lässt er die Verpflichtungen des Aufsichtsrats nach § 87 unberührt. Der Beschluss ist nicht nach § 243 anfechtbar.*

2. Rechtliche Rahmenbedingungen

- Zielsetzung des SoP: wirksame Kontrolle der Vergütungssysteme durch die Hauptversammlung
- Besonderheit des deutschen Say on Pay:
 - Abstimmung nicht verpflichtend (fakultativer Charakter) und
 - Hauptversammlungsbeschluss ohne rechtliche Wirkung behaftet (konsultativer Charakter)
- Aufgrund der fehlenden Bindewirkung wurde die Ausgestaltung des Vergütungsvotums nach § 120 Abs. 4 AktG oftmals als „zahnloser Tiger“ bezeichnet

2. Rechtliche Rahmenbedingungen

- Aber: Die tatsächlichen Auswirkungen einer Missbilligung des Vergütungssystems durch die Aktionäre dürfte beträchtlich sein:
 - (negative) Berichterstattung in der Fachpresse (sog. „The Power of the Pen“)
 - (negative) Wahrnehmung der Öffentlichkeit und damit z.B. drohende Reputationsverluste

2. Rechtliche Rahmenbedingungen

	Jahr der Einführung bzw. Änderung	Typische Unternehmensverfassung	Betroffene Unternehmen	Abstimmungsgegenstand	Verpflichtungsgrad	Häufigkeit	Bindewirkung
Deutschland	2009	Dualistisch	Börsennotierte Aktiengesellschaften	Vergütungssystem	Fakultativ	-	Konsultativ
UK	2002	Monistisch	Börsennotierte Aktiengesellschaften	Vergütungsbericht	Verpflichtend	Jährlich	Konsultativ
	2013			Vergütungssystem	Verpflichtend	Mindestens alle 3 Jahre	Rechtsverbindlich
Australien	2004	Monistisch	Börsennotierte Aktiengesellschaften	Vergütungsbericht	Verpflichtend	Jährlich	Konsultativ
	2011			Vergütungsbericht	Verpflichtend	Jährlich	Two-Strike-Rule
USA	2010	Monistisch	Börsennotierte Aktiengesellschaften	Vergütung der Executive Officers	Verpflichtend	Mindestens alle 3 Jahre	Konsultativ

2. Rechtliche Rahmenbedingungen

	Jahr der Einführung bzw. bzw. Änderung	Typische Unternehmens-verfassung	Betroffene Unternehmen	Abstimmungs-gegenstand	Verpflichtungs-grad	Häufigkeit	Bindewirkung
Schweiz	2014	Monistisch	Börsennotierte Aktiengesellschaften	Vergütung des Verwaltungsrats, der Geschäftsleitung und des Beirats	Verpflichtend	Jährlich	Rechtsverbindlich
Frankreich	2014	Monistisch oder dualistisch	Börsennotierte Unternehmen, die den AFEP-MEDEF-Code anwenden	Individualisierte Vergütung des Managements	Kodex-Empfehlung (Comply or Explain)	Jährlich	Konsultativ
Vorschlag EU-Richtlinie	Frühestens 2016, eher später	Monistisch oder dualistisch	Börsennotierte Unternehmen	Vergütungssystem	Verpflichtend	Mindestens alle 3 Jahre	Rechtsverbindlich
				Vergütungsbericht	Verpflichtend	Jährlich	Konsultativ

2. Rechtliche Rahmenbedingungen

	Jahr der Einführung bzw. Änderung	Typische Unternehmensverfassung	Betroffene Unternehmen	Abstimmungsgegenstand	Verpflichtungsgrad	Häufigkeit	Bindewirkung
Niederlande	2004	Monistisch oder Dualistisch	Börsennotierte Aktiengesellschaften	Vergütungspolitik	Verpflichtend	Bei Änderungen	Rechtsverbindlich
Schweden	2006	Monistisch	Börsennotierte Aktiengesellschaften	Vergütungspolitik der Executive Directors	Verpflichtend	Jährlich	Rechtsverbindlich
				Aktienbasierte Vergütungsbestandteile des Board of Directors	Verpflichtend	Beim Einsatz	Rechtsverbindlich
Dänemark	2007	Modifiziert dualistisch	Börsennotierte Aktiengesellschaften	Vergütungspolitik	Verpflichtend	Bei Änderungen	Rechtsverbindlich
				Vergütung der Executive Directors	Kodex-Empfehlung (Comply or Explain)	Jährlich	Konsultativ

2. Rechtliche Rahmenbedingungen

	Jahr der Einführung bzw. Änderung	Typische Unternehmensverfassung	Betroffene Unternehmen	Abstimmungsgegenstand	Verpflichtungsgrad	Häufigkeit	Bindewirkung
Norwegen	2007	Monistisch	Börsennotierte Aktiengesellschaften	Aktienbasierte Vergütungsbestandteile der Vergütungspolitik der Executive Directors	Verpflichtend	Jährlich	Rechtsverbindlich
				Nicht-aktienbasierte Vergütungsbestandteile der Vergütungspolitik der Executive Directors	Verpflichtend	Jährlich	Konsultativ
Belgien	2010	Monistisch	Börsennotierte Aktiengesellschaften	Vergütungsbericht	Verpflichtend	Jährlich	Konsultativ
				Variable Vergütungsstruktur und Mindesthaltedauer von Aktienoptionen	Verpflichtend	Jährlich	Rechtsverbindlich

3. Stand der Forschung

	Verpflichtendes, konsultatives Say on Pay	Verpflichtendes, bindendes Say on Pay	Optionales, konsultatives Say on Pay
Relevante Länder	<ul style="list-style-type: none"> • Australien ab 2004 • UK ab 2002 • USA ab 2010 	<ul style="list-style-type: none"> • Australien ab 2011 • UK ab 2013 • Schweiz ab 2014 	<ul style="list-style-type: none"> • Deutschland ab 2009 • USA (auf Antrag der Aktionäre)
Kapitalmarktreaktion auf die Möglichkeit einer verpflichtenden Einführung eines Say on Pay	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Cai/Walking (2011) (USA)</i> – <i>Cuñat/Giné/Guadalupe (2015) (USA)</i> – <i>Balsam et. al. (2015) (USA)</i> 	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Wagner/Wenk (2010) (CH)</i> 	
Kapitalmarktreaktion auf das durchgeführte Votum	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Kimbro/Xu (2013) (USA)</i> 		
Wirkung des Say on Pay auf Höhe und Struktur der Vergütung	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Ferri/Maber (2013) (UK)</i> – <i>Alissa (2015) (UK)</i> – <i>Gregory-Smith/Thompson/Wright (2014) (UK)</i> 	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Faghani/Monem/Ng (2015) (AUS)</i> 	
Einfluss Proxy Advisor	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Ertimur/Ferri/Oesch (2013) (USA)</i> – <i>Cotter/Palmiter/Thomas (2013) (USA)</i> – <i>Larcker/McCall/Ormazabal (2015) (USA)</i> 		

3. Stand der Forschung

	Verpflichtendes, konsultatives Say on Pay	Verpflichtendes, bindendes Say on Pay	Optionales, konsultatives Say on Pay
Relevante Länder	<ul style="list-style-type: none"> • Australien ab 2004 • UK ab 2002 • USA ab 2010 	<ul style="list-style-type: none"> • Australien ab 2011 • UK ab 2013 • Schweiz ab 2014 	<ul style="list-style-type: none"> • Deutschland ab 2009 • USA (auf Antrag der Aktionäre)
Wirkung First-Strike		<ul style="list-style-type: none"> – <i>Monem/Ng (2013) (AUS)</i> – <i>Grosse/Kean/Scott (2015) (AUS)</i> 	
Wirkung Verhinderung des Second-Strike		<ul style="list-style-type: none"> – <i>Faghani/Monem/Ng (2015) (AUS)</i> 	
Faktoren, die das Abstimmungsverhalten determinieren	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Carter/Zamora (2009) (UK)</i> – <i>Conyon/Sadler (2010) (UK)</i> – <i>Cotter/Palmiter/ Thomas (2013) (USA)</i> 	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Gerner-Beuerle/ Kirchmaier (2016) (UK)</i> 	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Burns/Minnick (2013) (USA)</i>
Faktoren, die determinieren, ob eine Abstimmung stattfindet und Faktoren, die das Abstimmungsverhalten determinieren			<ul style="list-style-type: none"> – <i>Rapp/Sperling/ Wolff (2010) (D)</i> – <i>Drefahl/Pelger (2013) (D)</i> – <i>Eulerich/Kalinchenko/ Theis (2014) (D)</i>
Wirkung des Say on Pay auf das Verhalten der Gesellschaftsorgane	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Brunarski/Campbell/ Harman (2015) (USA)</i> 		

4. Untersuchungen und Ergebnisse

Vier zentrale Forschungsfragen:

1. Was determiniert die Aufnahme eines SoP-Votums auf die Tagesordnung einer Hauptversammlung?
2. Welche Faktoren determinieren das Abstimmungsverhalten der Aktionäre?
3. Trotz Unverbindlichkeit des Votums sind bei einer hohen Missbilligung oder Ablehnung aufgrund der öffentlichen Wahrnehmung Reaktionen der Unternehmen zu erwarten. Wie sehen diese aus?
4. „Power of the Pen-Hypothese“ im Schrifttum: Erfolgt eine Berichterstattung in der Presse bei deutlicher Missbilligung?

4. Untersuchungen und Ergebnisse

Sample:

- DAX-30-Unternehmen
- Ausgangspunkt: Zusammensetzung des DAX am 31.09.2009
- Berücksichtigung der strukturellen Veränderungen im DAX (n=33; Balanced Panel)
- Zeitraum: 2009 bis 2014, d.h. 198 Unternehmensjahre

4. Untersuchungen und Ergebnisse

Vorgehen im Rahmen der Untersuchungen:

- Aufnahme auf die Tagesordnung: *Logit Regressionen*
- Abstimmungsverhalten: *Lineare Regressionen*
- Reaktionen der Unternehmen: *Selektion von Unternehmen mit Missbilligung >20% und Formulierung eines Reaktionskatalogs und Analyse der Geschäftsberichte und sonstiger Berichtsmedien*
- Reaktionen der Medien: *Analyse der Berichterstattungen unter Rückgriff auf „Factiva“*

4. Untersuchungen und Ergebnisse

Untersuchung 1:

Wahrscheinlichkeit zur Aufnahme auf die Tagesordnung

Determinante	Erwartung	Ergebnis
Gesamtvergütung	-	-
Anteilige variable Vergütung	+	+
Aktienoptionen	+	/
Streubesitz	?	+

4. Untersuchungen und Ergebnisse

Untersuchung 2:

Abstimmungsverhalten der Aktionäre (Missbilligung)

Determinante	Erwartung	Ergebnis
Gesamtvergütung	+	+
Anteilige variable Vergütung	-	/
Aktienoptionen	-	/
Individualisierte Offenlegung	-	-
Existenz von Paketaktionären	-	-

4. Untersuchungen und Ergebnisse

Untersuchung 3:

Reaktionen von DAX-Unternehmen auf negatives SoP

Gesellschaft	HV-Jahr	Missbilligung (in %)	Änderung des Vergütungssystems	Änderung der Vergütungsstruktur	Reduktion der absoluten Vergütung	SoP im Folgejahr
Deutsche Bank	2010	41,94	+	-	+	-
Deutsche Börse	2010	47,23	+	+	-	-
HeidelbergCement	2010	54,18	+	-	+	+
Merck	2011	29,70	-	+	-	+

4. Untersuchungen und Ergebnisse

Untersuchung 3 (Fortsetzung):

Reaktionen von DAX-Unternehmen auf negatives SoP

Gesellschaft	HV-Jahr	Missbilligung (in %)	Änderung des Vergütungssystems	Änderung der Vergütungsstruktur	Reduktion der absoluten Vergütung	SoP im Folgejahr
SAP	2012	34,15	-	-	-	-
Infineon	2013	23,03	+	-	+	-
RWE	2013	25,97	+	+	+	+
Adidas	2015	22,53	-	-	+	-

4. Untersuchungen und Ergebnisse

Untersuchung 4:

Reaktionen der Medien auf negative SoP

Gesellschaft	HV-Jahr	Missbilligung (in %)	Berichterstattung in den Medien	Anzahl	
Deutsche Bank	2010	41,94	+	2	Eigner watschen Banken für Bonusmodelle ab (FTD vom 31. Mai 2010) Die Wut der Aktionäre über die Vorstandsgehälter (welt.de vom 27. Juni 2010)
Deutsche Börse	2010	47,23	+	2	Eigner watschen Banken für Bonusmodelle ab (FTD vom 31. Mai 2010) Die Wut der Aktionäre über die Vorstandsgehälter (welt.de vom 27. Juni 2010)

4. Untersuchungen und Ergebnisse

Untersuchung 4 (Fortsetzung):

Reaktionen der Medien auf negative SoP

Gesellschaft	HV-Jahr	Missbilligung (in %)	Berichterstattung in den Medien	Anzahl	
HeidelbergCement	2010	54,18	+	1	Die Wut der Aktionäre über die Vorstandsgehälter (welt.de vom 27. Juni 2010)
Merck	2011	29,70	-	0	
SAP	2012	34,15	-	0	
Infineon	2013	23,03	+	1	Die große Wut der Aktionärsrebelln (Handelsblatt vom 1. März 2013)

4. Untersuchungen und Ergebnisse

Untersuchung 4 (Fortsetzung):

Reaktionen der Medien auf negative SoP

Gesellschaft	HV-Jahr	Missbilligung (in %)	Berichterstattung in den Medien	Anzahl	
RWE	2013	25,97	-	0	
Adidas	2015	22,53	+	1	Adidas-Management muss sich Kritik von Aktionären anhören (dpa-InfoLine vom 7. Mai 2015) Adidas; Eine ungemütliche Hauptversammlung (Wirtschaftswoche Online vom 7. Mai 2015)

5. Implikationen für Mittelstand und Risk Governance

- Lediglich 4% aller Aktiengesellschaften in Deutschland börsennotiert (DAI-Factbook 2007; Bayer 2008)
- Folge: Say on Pay-Votum beschränkt sich somit auf kleinen Kreis von Aktiengesellschaften
- Aber: oftmals andere Aktionärsstruktur (weniger Streubesitz)
 - somit Möglichkeit stärkerer Mitsprache/Einfluss der Aktionäre bei Vergütungsentscheidungen
 - dennoch Gefahr von Mehrheits-/Minderheitskonflikten, weil Minderheitsgesellschafter anfällig für opportunistisches Verhalten sind

5. Implikationen für Mittelstand und Risk Governance

- Vergütungsvotum dient allerdings ausweislich der Gesetzesmaterialien nicht primär dem Minderheitenschutz (BT-Drucks. 16/13433)
- Begrenzte Informationsgrundlage für eine Abstimmung bei nicht börsennotierten Aktiengesellschaften aufgrund eingeschränkter Offenlegungs- und Berichterstattungserfordernisse (z.B. individualisierte Offenlegung etc.)

5. Implikationen für Mittelstand und Risk Governance

- Positive Rückwirkung des Say on Pay-Votums auf die Aufsichtsratstätigkeit in Bezug auf die Festsetzung der Vorstandsvergütung nach § 87 AktG
 - Für nichtbörsennotierte Aktiengesellschaften hätte dies zumindest einen positiven Effekt auf das Angemessenheitskriterium nach § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG
 - Keine Berührung des Nachhaltigkeitskriteriums nach § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG, da dieses nur für börsennotierte Aktiengesellschaften Berücksichtigung findet

5. Implikationen für Mittelstand und Risk Governance

- Implikationen für die Risk Governance:
 - Zusätzliches Überwachungsinstrumentarium der Aktionäre in Bezug auf die Arbeit des Aufsichtsrats
 - Ungeachtet der fehlenden Bindewirkung bestehen Risiken durch ablehnende Beschlüsse wie etwa Reputationsverlust durch öffentliche Wahrnehmung

6. Diskussion

- Mitsprache der Aktionäre in Bezug auf die Vorstandsvergütung auch bei nichtbörsennotierten Gesellschaften sinnvoll?
- Weitere Implikationen für die Risk Governance?
- Weitere Diskussionspunkte?



Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit