

# Vorstandsvergütung als Herausforderung für Investoren

Eine Auswertung der Proxy Voting Guidelines/Abstimmungsrichtlinien der Top-40-Investoren in DAX-Unternehmen

Studienausgabe 2020

Alle Details zur Studie auf  
[www.hkp.com/investoren](http://www.hkp.com/investoren)

## Die Studie auf einen Blick

- › Die Analyse **Vorstandsvergütung als Herausforderung für Investoren – 2020** bietet aufschlussreiche Einblicke in die aktuelle Qualität der Abstimmungsrichtlinien/Proxy Voting Guidelines der in den DAX30-Unternehmen engagierten Top-Investoren. Sie ist ein Projekt von hkp/// group, Universität Göttingen und DIRK – Deutscher Investor Relations Verband und liegt seit August 2020 in einer zweiten, erweiterten Fassung vor.
- › Die Studie evaluiert die Proxy Voting Guidelines der 40 Top-Investoren sowie der weltweit größten Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis hinsichtlich der für Vergütungssysteme relevanten Gestaltungskriterien. Ebenso

werden Angaben zum Vergütungsausweis und Investorendialog untersucht. Die Analyse mündet in einer individuellen Bewertung in den einzelnen Kategorien wie auch in einem Gesamturteil.

- › Im Vergleich zur ersten Durchführung 2018 hat die Studie durch die gesetzlich (ARUG II) bedingte Verschiebung der Machtbefugnisse in der Vorstandsvergütung hin zur Hauptversammlung signifikant an Bedeutung gewonnen: Nur Investoren, die über relevante und zielführende Kriterien zur Ausgestaltung der Vorstandsvergütung verfügen und diese auch klar kommunizieren, werden den gewachsenen Ansprüchen des Kapitalmarkts in diesen Fragen gerecht.

**„Emittenten sind auf konkrete Informationen von Investoren angewiesen, um deren Erwartungen insgesamt zu kennen und individuell – je nach Aktionärsstruktur – darauf reagieren zu können.“**

Kay Bommer, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

## Zeitenwende in der Vorstandsvergütung – Investoren in der Verantwortung

Mit der Umsetzung der zweiten Europäischen Aktionärsrechterichtlinie in deutsches Recht (ARUG II) haben sich die Anforderungen an die Vorstandsvergütung maßgeblich verändert. Spätestens 2021 müssen alle börsennotierten Unternehmen im Rahmen der Hauptversammlung eine Abstimmung zum Vorstandsvergütungssystem gemäß §120a AktG vornehmen. Investoren werden so stärker denn je in die Ausgestaltung der Vorstandsvergütung einbezogen.

Auf der anderen Seite finden sich Unternehmen damit in einem Umfeld wieder, in dem Investoren kritischer denn je auf die Vorstandsvergütung blicken und über ihre Anforderungen versuchen, Governance-Strukturen und Unternehmensstrategien zu beeinflussen. Lagen die Zustimmungsqoten der Eigentümer auf Hauptversammlungen bis 2015

(mit Ausnahme von 2013) im Durchschnitt jenseits der 90 %, waren die Folgejahre von stark rückläufigen Ergebnissen gekennzeichnet. So konnten 2017 sogar drei von acht DAX-Unternehmen keine mehrheitliche Zustimmung ihrer Aktionäre zu den Vergütungssystemen erlangen.

Gleichzeitig sind aber die Anforderungen von Investoren an die Gestaltung und Kommunikation von Vorstandsvergütung – im Unterschied zu den Vorgaben des Gesetzgebers und des DCGK – in manchen Fällen gar nicht bekannt, häufig zumindest wenig klar und zielführend formuliert. Emittenten sind aber auf konkrete Informationen angewiesen, um die Erwartungen von Investoren insgesamt zu kennen und darauf – je nach Aktionärsstruktur – individuell reagieren zu können.

**„Investoren mit detailreichen Abstimmungsrichtlinien sind tendenziell kritischer bei einem Say-on-Pay als jene, deren Guidelines eine schwache Bewertung erhalten haben.“**

Regine Siepmann – hkp/// group

### Methodik

Die Analyse **Vorstandsvergütung als Herausforderung für Investoren – 2020** evaluiert die Proxy Voting Guidelines der 40 Top-Investoren hinsichtlich der für Vergütungssysteme relevanten Kriterien wie Ermessen, Erfolgsmessung, Aktienkultur und Clawback-/Malus-Klauseln. Im Bereich Transparenz & Kommunikation werden Angaben zum Ausweis und zum Investorendialog untersucht. Die Analyse mündet in einer individuellen Bewertung der Investoren in den einzelnen Kategorien wie auch in einem Gesamturteil.

In der Untersuchung wurden Investorengruppen betrachtet, die Ende April 2020 mit den größten aggregierten Summen in den DAX30-Unternehmen investiert waren. Dabei wurden lediglich institutionelle Investoren berücksichtigt.

Von den ausgewählten 40 Investoren(gruppen), die zum Zeitpunkt der Analyse insgesamt rund 60 % der Investitionen im DAX repräsentieren (inkl. Anker- und Familieninvestoren), wurden über deren öffentlich verfügbare Internetseiten (Stand 30.04.2020) die für Deutschland anwendbaren und aktuellen Proxy Voting Guidelines herangezogen. Ebenfalls analysiert wurden die Guidelines der beiden weltweit größten Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis.

### Wichtige Neuerungen im Vergleich zur Studie von 2018

- › In die Auswertung neu aufgenommen wurde die Kategorie „Anforderungen an Vergütungshöhe & -struktur“.
- › Zudem wurde das Kriterium „Say-on-Pay“ durch „Investorendialog“ ersetzt. Letzteres ist deutlich breiter gefasst und beinhaltet auch, ob Investoren kommunizieren, wie Emittenten mit ihnen in den Dialog treten können.

## Ergebnisse im Überblick

- Die Studie **Vorstandsvergütung als Herausforderung für Investoren – 2020** spiegelt den aktuellen Zustand der Abstimmungsrichtlinien bzw. Proxy Voting Guidelines der Top-Investoren bei den 30 größten börsennotierten Unternehmen in Deutschland wider.
- Sie bilanziert, dass sich Qualität und Quantität in den Abstimmungsrichtlinien der in DAX30-Unternehmen engagierten Investoren verbessert haben, wenngleich in der Breite noch starke Unterschiede zu verzeichnen sind.
- Selbst namhafte internationale Investoren zählen nicht zu den Leuchttürmen in der Kommunikation zur Vorstandsvergütung.
- Mit Ausnahme von Barclays Bank verfügt inzwischen jeder der Top-40-Investoren über eigene Proxy Voting Guidelines mit allgemeinen Anforderungen an die Vorstandsvergütung. 2018 hatte noch jeder zehnte Investor überhaupt keine Richtlinien veröffentlicht.
- Erfreulich aus deutscher Sicht: Die Abstimmungsrichtlinien von Deka Investment und Union Investment wurden nach unterdurchschnittlichem Abschneiden in der ersten Studie 2018 jetzt mit Bestnoten bewertet. Zusammen mit BlackRock als weltweit größtem Vermögensverwalter schneiden sie in der Gesamtschau am besten ab. Auch DWS und AGI finden sich als deutsche Investoren unter den Top 10.

Investor	Vergütungshöhe & -struktur			Systemeigenschaften					Transparenz & Kommunikation			Gesamt-Score aller Kriterien	Δ Gesamt-Score zur Studie 2018
	Höhe	Struktur	Gesamt Höhe & Struktur	Ermessen	Erfolgsmessung	Aktienkultur	Clawback/Malus	Gesamt System	Ausweis	Investorendialog	Gesamt Kommunikation		
Deka Investment	A	A	A	A	A	A	A	A	B	B	B	A	↑
BlackRock (Gruppe)	A	B	A	B	A	A	A	A	A	B	A	A	↑
Union Investment	B	C	B	B	A	A	A	A	A	A	A	A	↑
Allianz Global Investors	A	C	B	C	A	B	B	B	A	A	A	B	-
JP Morgan Asset Management	A	C	B	C	B	A	B	B	A	A	A	B	-
California Public Employees' Retirement System	A	B	B	C	B	B	A	B	A	B	A	B	↓

Analyse der Abstimmungsrichtlinien der Top-40-Investoren im DAX – Ergebnisse im Überblick

### Bezug des Studienreports

Der 40seitige Studienreport fasst die Ergebnisse der Analyse **Vorstandsvergütung als Herausforderung für Investoren – 2020** in Text und Grafik zusammen. Ausgewiesen werden die Bewertungen in Einzelkategorien wie auch in der Gesamtschau pro Investor/Investorengruppe. Darüber hinaus identifiziert und interpretiert die Studie zentrale Entwicklungen im Agieren von Investoren und Unternehmen in Fragen der Vorstandsvergütung.

Der Studienreport (PDF-Dokument) ist zu einem Preis von 490 € zzgl. MwSt. verfügbar. (240 € zzgl. MwSt. für Mitglieder im DIRK – Deutscher Investor Relations Verband). Auf Wunsch senden wir Ihnen auch ein gedrucktes Exemplar zu.

#### Bestellung & Kontakt:

Thomas Müller, hkp/// group  
 info@hkp.com  
 +49 176 100 88 237

**Bestellen Sie jetzt  
Ihr Exemplar!**

## Die Studienautoren



### **Kay Bommer, Geschäftsführer DIRK**

Kay Bommer (Rechtsanwalt, MBA) ist – mit einer Unterbrechung von 2011 bis 2012 – seit 2001 Geschäftsführer des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband. Zuvor durchlief er verschiedene Fach- und Führungspositionen in Investor Relations. Heute wirkt er zudem als Aufsichtsrat verschiedener AGs und nimmt Lehraufträge für Kapitalmarktrecht und Unternehmenskommunikation an renommierten Universitäten wahr.  
[kbommer@dirk.org](mailto:kbommer@dirk.org)



### **Nils Brawanski, Consultant hkp/// group**

Seit seinem Einstieg bei der hkp/// group berät Nils Brawanski insbesondere börsennotierte Gesellschaften in der Aus- und Neugestaltung von Vorstandsvergütungssystemen. Dabei liegt sein Schwerpunkt auf Fragestellungen der nachhaltigen Unternehmensführung sowie der Berücksichtigung regulatorischer Rahmenbedingungen, die mit einer Börsennotierung bzw. einem Börsengang einhergehen.  
[nils.brawanski@hkp.com](mailto:nils.brawanski@hkp.com)



### **Johannes Harrack, Analyst hkp/// group**

Johannes Harrack ist seit dem Jahr 2019 für die hkp/// group im Bereich Board Services tätig. Er berät börsennotierte Gesellschaften zur Vorstandsvergütung. Schwerpunkte seiner Tätigkeit sind dabei Fragestellungen der Regulatorik und Anforderungen von Investoren zur Ausgestaltung von Vorstandsvergütungssystemen.  
[johannes.harrack@hkp.com](mailto:johannes.harrack@hkp.com)



### **Michael H. Kramarsch, Managing Partner hkp/// group**

Michael H. Kramarsch zählt zu den renommiertesten Experten für Corporate Governance, strategische HR-Themen und Top-Executive-Vergütung. 2010 gründete er mit namhaften Experten die hkp/// group, die heute zu den führenden Beratungsgesellschaften für Transformation, HR- und Vergütungsmanagement im deutschsprachigen Wirtschaftsraum zählt.  
[michael.kramarsch@hkp.com](mailto:michael.kramarsch@hkp.com)



### **Regine Siepmann, Partner hkp/// group**

Regine Siepmann leitet bei der hkp/// group den Geschäftsbereich Board Services. Sie berät hauptsächlich börsennotierte Gesellschaften zu Fragen der Corporate Governance und Regulatorik, Angemessenheitsprüfungen der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung, Publizität der Bezüge für Organmitglieder sowie zur Aus- und Neugestaltung variabler Vergütungssysteme für das Top Management.  
[regine.siepmann@hkp.com](mailto:regine.siepmann@hkp.com)



### **Prof. Dr. Michael Wolff, Georg-August-Universität Göttingen**

Prof. Dr. Michael Wolff ist Inhaber der Professur für Management und Controlling an der Universität Göttingen. Im Rahmen seiner Forschung beschäftigt er sich mit Fragestellungen der Corporate Governance sowie dem Design und der Wirkung von Vergütungssystemen. Seine Forschungsergebnisse werden in führenden nationalen und internationalen Fachzeitschriften und der Wirtschaftspresse aufgegriffen und publiziert.  
[michael.wolff@wiwi.uni-goettingen.de](mailto:michael.wolff@wiwi.uni-goettingen.de)