



MASTERARBEIT | MASTER'S THESIS

Titel | Title

Say on Pay - Eine Analyse der Abstimmungsergebnisse über die Vergütungssysteme und -berichte der DAX-Vorstände von 2016 bis 2023

verfasst von | submitted by

Silke Ruth Storey B.Sc.

angestrebter akademischer Grad | in partial fulfilment of the requirements for the degree of
Master of Science (MSc)

Wien | Vienna, 2024

Studienkennzahl lt. Studienblatt | Degree
programme code as it appears on the
student record sheet:

UA 066 915

Studienrichtung lt. Studienblatt | Degree
programme as it appears on the student
record sheet:

Masterstudium Betriebswirtschaft

Betreut von | Supervisor:

Univ.-Prof. Dr. Thomas Pfeiffer

Abstract

Say on Pay (SOP) bezeichnet das Recht der AktionärInnen über die Vergütung der Führungskräfte eines Unternehmens abzustimmen. Dieser AktionärInnenaktivismus wurde im deutschen Aktiengesetz mit der Einführung des ARUG II im Jahr 2019 verankert. Die Richtlinie unterscheidet zwischen der verpflichtenden SOP-Abstimmung über das Vorstandsvergütungssystem und über den Vergütungsbericht. Das Ziel dieser Arbeit ist eine umfassende Analyse der Abstimmungsergebnisse über die Vorstandsvergütung der DAX-Unternehmen von 2016 bis 2023. Die Forschungsarbeit zeigt, dass die DAX-Unternehmen bereits vor der gesetzlichen Verpflichtung regelmäßig Abstimmungen über ihre Vorstandsvergütungssysteme durchführten und dass sich diese Praxis des SOP nicht signifikant veränderte. Abstimmungen über den Vergütungsbericht wurden hingegen erstmalig mit der Implementierung von ARUG II auf den Hauptversammlungen im Jahr 2022 praktiziert. Die Ergebnisse dieser Abstimmung hängen positiv von denen über das dazugehörige Vorstandsvergütungssystem ab. Der Fokus dieser Arbeit liegt auf den variierenden Ergebnissen der SOP-Abstimmungen und den jeweiligen DAX-Vergütungsstrukturen. Als Einflussfaktoren werden zum einen die Vergütungsbestandteile sowie die Richtlinien von StimmrechtsberaterInnen zur Vorstandsvergütung untersucht. Durchgeführte Analysen zeigen, dass mit steigendem prozentualen Anteil des Fixgehalts an der Gesamtvergütung der DAX-Vorstände, auch die Zustimmungen der AktionärInnen steigen. Der prozentuale Anteil der variablen Vergütung und der Long-Term Incentives (LTI) hingegen wirken sich negativ auf die Zustimmungquote aus. Zudem beeinflusst die Transparenz der Vergütungssysteme der DAX-Vorstände, die mit der Einführung des ARUG II gestiegen ist, das Abstimmungsverhalten der AktionärInnen positiv. Die im Zuge dieser Arbeit durchgeführten Fallstudien zeigen, dass die DAX-Unternehmen auf Ablehnungen ihrer Vorstandsvergütungssysteme, unabhängig von ARUG II, reagieren und diese anpassen. Es können jedoch keine allgemeingültigen Aussagen zu einer genauen Vergütungsstruktur, die eine Zustimmung der AktionärInnen garantiert, getroffen werden. Die Bedürfnisse der InvestorInnen bzgl. der Struktur der Vorstandsvergütung unterscheiden sich in den untersuchten DAX-Unternehmen. Lediglich in dem Bezug auf das Anliegen nach einer umfassenden Transparenz der Vergütungspolitik zeigen die AktionärInnen Einigkeit.

Abstract

Say on Pay (SOP) refers to the right of shareholders to vote on the remuneration of a company's executives. This shareholder activism was enshrined in the German Stock Corporation Act with the introduction of ARUG II in 2019. The directive distinguishes between the mandatory SOP vote on the management board remuneration system and on the remuneration report. The aim of this thesis is a comprehensive analysis of the voting results on the executive board remuneration of DAX companies from 2016 to 2023. The research shows that DAX companies already conducted regular votes on their executive board remuneration systems before the legal obligation and that this SOP practice did not change significantly. Votes on the remuneration report, on the other hand, were practiced for the first time with the implementation of ARUG II at the Annual General Meetings in 2022. The results of this vote depend positively on those of the associated Executive Board remuneration system. The focus of this study is on the varying results of the SOP votes and the respective DAX remuneration structures. The remuneration components and the guidelines of proxy advisors on management board remuneration are examined as influencing factors. Analyses carried out show that the higher the percentage of fixed salary in the total remuneration of DAX board members, the higher the level of shareholder approval. The percentage share of variable remuneration and long-term incentives (LTI), on the other hand, have a negative impact on the approval rate. In addition, the transparency of the remuneration systems of DAX management boards, which has increased with the introduction of ARUG II, has a positive influence on the voting behavior of shareholders. The case studies carried out in the course of this thesis show that DAX companies react to rejections of their management board remuneration systems, irrespective of ARUG II, and adapt them. However, no generally valid statements can be made regarding a precise remuneration structure that guarantees shareholder approval. The needs of investors with regard to the structure of management board remuneration differ in the DAX companies surveyed. Shareholders are only unanimous with regard to the need for comprehensive transparency in remuneration policy.

Inhaltsverzeichnis

<i>Abkürzungsverzeichnis</i>	<i>V</i>
<i>Abbildungsverzeichnis</i>	<i>VI</i>
<i>Tabellenverzeichnis</i>	<i>VI</i>
1. Einleitung und Motivation	1
2. Einführung in Say on Pay	2
2.1. Definition	2
2.2. Motive des Say on Pay	3
2.3. Geschichte und Entwicklung der Say on Pay-Praktiken	5
3. Gestaltungsmöglichkeiten des Say on Pay	7
3.1. Unterscheidungsmerkmale	7
3.2. Konsultatives Say on Pay	8
3.3. Bindendes Say on Pay.....	9
3.4. Say on Pay im internationalen Vergleich.....	10
4. Kritik am Say on Pay	12
5. Say on Pay in Deutschland	15
5.1. Say on Pay Entwicklung in Deutschland	15
5.2. Rolle der Hauptversammlung in deutschen Aktiengesellschaften	18
5.3. Gesetzeslage des ARUG II und Richtlinien für die Vergütungspolitik.....	19
5.3.1. Allgemeine Grundsätze an die Gestaltung der Vorstandsvergütung	19
5.3.2. Gesetze und Richtlinien für Vergütungssysteme deutscher Aktiengesellschaften	21
5.3.3. Gesetze und Richtlinien für Vergütungsberichte deutscher Aktiengesellschaften	23
6. Forschungsstand und Forschungslücke	24
7. Forschungsziel und Forschungsdesign	25
7.1. Forschungsziel und Hypothesenbildung.....	25
7.2. Forschungsdesign.....	27
7.2.1. Datengrundlage.....	27
7.2.2. Sammlung quantitativer und qualitativer Daten.....	29
7.2.3. Analyseverfahren	30
8. Forschungsergebnisse	34
8.1. Forschungsfrage 1: Wie hat ARUG II das Say on Pay und die Vorstandsvergütung in den DAX-Unternehmen verändert?	35
8.1.1. Vergütungsbericht und Transparenz der DAX-Vorstandsvergütung	35
8.1.2. Langfristige Ausrichtung und leistungsbezogene Vergütung	37
8.1.3. AktionärInnenbeteiligung	39
8.1.4. Fazit der ersten Forschungsfrage.....	44
8.2. Forschungsfrage 2: Wovon hängen positive Abstimmungen über Vergütungssystem und -bericht der DAX-Unternehmen ab?	44
8.2.1. Abstimmungs-Richtlinien und Proxy Advisory-Firmen.....	44
8.2.2. Regressionsanalysen	48
8.2.3. Fazit der zweiten Forschungsfrage	55

8.3. Forschungsfrage 3: Fallstudien - Untersuchung mehrheitlicher Ablehnungen der Vorstandsvergütungssysteme.....	56
8.3.1. Deutsche Bank AG 2016	57
8.3.2. Merck KGaA 2017.....	62
8.3.3. Münchener Rück AG 2017	67
8.3.4. Rheinmetall AG 2020	72
8.3.5. Fazit der dritten Forschungsfrage.....	77
9. Conclusio	79
10. Limitationen und Ausblick.....	81
11. Verzeichnis der Gesetze und Richtlinien	83
12. Quellenverzeichnis	84
Anhang.....	VII

Abkürzungsverzeichnis

AktG	Aktiengesetz
ARL	Aktionärsrechterichtlinie
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
ARUG II	Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CLRERP	Corporate Law Economic Reform Program
DAX	Deutscher Aktienindex
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DRRR	Directors' Remuneration Report Regulations
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz
EU	Europäische Union
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
ISS	Institutional Shareholder Services
LTI	Long-Term Incentives
SOP	Say on Pay
STI	Short-Term Incentives
TARP	Troubled Assets Relief Program
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
VorstOG	Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz

Abbildungsverzeichnis

<i>Abb. 1: SOP-Verlauf in Deutschland von 2000-2022</i>	15
<i>Abb. 2: Kreislauf der Vorstandsvergütung</i>	19
<i>Abb. 3: Branchenverteilung der untersuchten DAX-Unternehmen</i>	28
<i>Abb. 4: Darstellung der Angabe der prozentualen Verteilung der Vergütungskomponenten im DAX-Durchschnitt für die Geschäftsjahre 2016 bis 2022</i>	36
<i>Abb. 5: Verteilung der festen und variablen Vergütung – DAX-Durchschnitt 2016 bis 2022</i>	38
<i>Abb. 6: Verteilung der STI und LTI – DAX-Durchschnitt 2016 bis 2022</i>	38
<i>Abb. 7: Anzahl der durchgeführten Abstimmungen über das Vorstandsvergütungssystem der DAX-Unternehmen von 2010 bis 2023</i>	39
<i>Abb. 8: Kumulierte Anzahl der Abstimmungen der untersuchten DAX-Unternehmen im Zeitraum von 2010 bis 2023</i>	41
<i>Abb. 9: Durchschnittliche Zustimmungsqoten der Abstimmungsergebnisse über das Vergütungssystem der DAX-Vorstände von 2010 bis 2023</i>	42
<i>Abb. 10: Durchschnittliche Zustimmungsqoten zum Vergütungsbericht der DAX-Unternehmen von 2022 und 2023</i>	43
<i>Abbildung 11: ANOVA Auswertung Regressionsanalyse 1</i>	49
<i>Abbildung 12: ANOVA Auswertung Regressionsanalyse 2: Fixum</i>	50
<i>Abbildung 13: ANOVA Auswertung Regressionsanalyse 2: variable Vergütung</i>	51
<i>Abbildung 14: ANOVA Auswertung Regressionsanalyse 2: STI</i>	52
<i>Abbildung 15: ANOVA Auswertung Regressionsanalyse 2: LTI</i>	53
<i>Abbildung 16: ANOVA Auswertung Regressionsanalyse 3</i>	55

Tabellenverzeichnis

<i>Tabelle 1: Darstellung der Hypothesen der einzelnen Regressionsanalysen</i>	31
<i>Tabelle 2: Ergebnisse der Untersuchungskriterien der angewandten Regressionsanalysen</i>	33
<i>Tabelle 3: Abstimmungsergebnisse der untersuchten Ablehnungen von Vorstandvergütungssystemen der DAX-Unternehmen</i>	33
<i>Tabelle 4: Vergütungsgrundstruktur der Vorstandsmitglieder der Deutschen Bank AG von 2015 bis 2017</i>	60
<i>Tabelle 5: Vergütungsgrundstruktur der Vorstandsmitglieder der Merck KGaA von 2016 bis 2018</i>	64
<i>Tabelle 6: Vergütungsgrundstruktur der Vorstandsmitglieder der Münchener Rück AG von 2017 und 2018</i>	69
<i>Tabelle 7: Vergütungsgrundstruktur der Vorstandsmitglieder der Rheinmetall AG von 2019, 2020 und 2022</i>	74

1. Einleitung und Motivation

Die Debatte über die Höhe der ManagerInnengehälter ist seit geraumer Zeit ein zentrales Thema in der Wirtschaftswelt und gewann in den letzten Jahren zunehmend an Bedeutung. Insbesondere die Diskussion um die enormen Vergütungen von Vorstandsmitgliedern und GeschäftsführerInnen großer Unternehmen riefen häufig Kritik hervor und weckten das öffentliche Interesse (vgl. Brunarski et al. 2015). Als Resultat verschärfen die Behörden in vielen Ländern die Anforderungen für die Offenlegung der Vergütungspolitik und -pakete, während die AktionärInnen zunehmend versuchen, mehr Einfluss auf die Vergütungsentscheidungen zu nehmen (vgl. Thomas/ Van der Elst 2015). Dieser Einfluss wird unter anderem in Form von Say on Pay (SOP) umgesetzt, das Recht der AktionärInnen in der Jahreshauptversammlung zur Abstimmung über die Vergütung der Führungskräfte (vgl. Convon/ Sadler 2010).

Eine bedeutende Entwicklung in diesem Zusammenhang für Deutschland stellt die Einführung des ARUG II (Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie) dar. Dieses Gesetz wurde im Jahr 2019 verabschiedet und erhielt Gültigkeit ab dem Geschäftsjahr 2020 für deutsche Aktiengesellschaften. Durch das ARUG II wurden die Rechte der AktionärInnen weiter gestärkt und neue Regelungen im Bereich der Vergütungspolitik eingeführt (vgl. Bundle 2021). Es ist von besonderem Interesse, die Veränderungen, die ARUG II in der Vergütungspolitik bewirkte, zu untersuchen, speziell im Hinblick auf die Abstimmungsergebnisse über die Vergütungssysteme und -berichte der DAX-Vorstände. Vor diesem Hintergrund widmet sich die vorliegende Arbeit. Der Fokus liegt auf den Regelungen des SOP in Deutschland und deren Auswirkungen auf die Vorstandsvergütung vor und nach der Einführung des ARUG II. Hierbei werden die variierenden Ergebnisse der SOP-Abstimmungen und den jeweiligen DAX-Vergütungsstrukturen von 2016 bis 2022 untersucht. Durch die Analyse der DAX-Unternehmen und ihrer SOP-Regelungen soll ein umfassendes Verständnis für die Dynamik der Vergütungspolitik und dem AktionärInnenaktivismus in Deutschland gewonnen werden.

Die vorliegende Arbeit untergliedert sich in zwei Hauptabschnitte, den theoretischen und empirischen Teil. Im theoretischen Teil wird zunächst der Hintergrund des SOP erläutert, wobei eine klare Abgrenzung des Begriffs erfolgt und die Beweggründe für seine Einführung sowie seine historische Entwicklung beleuchtet werden. Anschließend werden verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten der SOP-Abstimmungen vorgestellt. Es wird insbesondere auf die Unterscheidungsmerkmale der verschiedenen Arten und den beiden Hauptarten, dem konsultativen und dem bindenden SOP, eingegangen. Des Weiteren werden internationale Praktiken im

Zusammenhang mit dem SOP betrachtet und die Kritikpunkte von Gegnern dieser Praxis aufgezeigt. Ein besonderer Fokus der Arbeit liegt auf dem SOP in Deutschland. Die Entwicklung der Vergütungsabstimmungen und die Rolle der AktionärInnen im deutschen Raum werden ausführlich betrachtet. Der theoretische Teil wird abgerundet durch eine Analyse der Gesetzeslage, insbesondere des neuen ARUG II, und dessen Auswirkungen auf die Vergütungspolitik deutscher Aktiengesellschaften. Im Anschluss erfolgt der empirische Teil der Arbeit. Zunächst wird der aktuelle Forschungsstand auf dem Gebiet des SOP dargestellt und darauf aufbauend die Forschungslücke identifiziert. Anschließend werden die Forschungsziele sowie die daraus resultierenden Hypothesen präzise formuliert. Das Forschungsdesign wird unter Berücksichtigung der Datengrundlage und der Analyseverfahren erläutert. Die Präsentation der Ergebnisse erfolgt strukturiert anhand der drei Forschungsfragen: Erstens, wie sich ARUG II auf das SOP und die Vorstandsvergütung in den DAX-Unternehmen ausgewirkt hat; zweitens, von welchen Faktoren positive Abstimmungen über Vergütungssysteme und -berichte der DAX-Unternehmen abhängen; und drittens, Fallstudien zur Untersuchung mehrheitlicher Ablehnungen von Vorstandsvergütungssystemen der betrachteten DAX-Unternehmen. Abschließend werden die Kernergebnisse und die Erkenntnisse der Forschung im Rahmen der Conclusio zusammengefasst. Die Arbeit endet mit einer Diskussion über die Limitationen der Forschung und einen Ausblick auf mögliche zukünftige Forschungsrichtungen.

2. Einführung in Say on Pay

2.1. Definition

SOP-Regelungen gewinnen zunehmend an Bedeutung und haben signifikante Auswirkungen auf die Corporate Governance Struktur von Unternehmen. SOP gewährt den AktionärInnen das Abstimmungsrecht in Bezug auf die Vergütung des Top-Managements, wobei die Definitionen dieses Mechanismus leicht variieren (vgl. Göx/ Kunz 2012). Das allgemeine Verständnis des SOP in der vorliegenden Arbeit stützt sich auf die Begriffsabgrenzungen von G. Lozano-Reina und G. Sanchez-Marin (2019) und R. Thomas und C. Van der Elst (2015). Lozano-Reina und Sanchez-Marin (2019) definieren das SOP allgemein als eine Jahreshauptversammlungsabstimmung, bei der InvestorInnen ihre Meinung zur Vergütung von Führungskräften äußern können. Diese Abstimmung dient der Ergänzung der Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats und verstärkt den AktionärInnenaktivismus. Das SOP ist eine Möglichkeit der AnteilseignerInnen indirekt Einfluss auf die Entscheidungen von Führungskräften zu nehmen. Sie verleiht den InvestorInnen eine stärkere Mitsprache und Macht in Bezug auf die Festlegung der

Vorstandsvergütung, was eine aktivere Rolle der AktionärInnen in der Unternehmensführung bewirkt (vgl. Correa/Lel 2016; Conyon/Sadler 2010). R. Thomas und C. Van der Elst (2015) konzentrieren sich in ihrer Definition auf den Mechanismus des SOP. Somit wird eine SOP-Regelung wie folgt beschrieben: "(1) Eine regelmäßige, verpflichtende, (2) bindende oder beratende, (3) gesetzlich vorgeschriebene Aktionärsabstimmung, die (4) direkt oder indirekt die Zustimmung zum Vergütungssystem, zum Vergütungsbericht oder zur Vergütungspolitik betrifft, (5) das individuelle oder kollektive Gesamtvergütungspaket der Führungskräfte oder Geschäftsführer des Unternehmens regelt" (ebd.: 653). Diese Beschreibung wird herangezogen, um relevante Literatur zum Thema SOP zu identifizieren und die verschiedenen Ausführungsmethoden und Gesetzgebungen abzugrenzen. Laut beider Definitionen handelt es sich bei einem SOP um eine Abstimmung auf der Hauptversammlung über die Vergütung der Führungskräfte einer Aktiengesellschaft. Ziel dieser Regelung ist die Steigerung des Einflusses und der Beteiligung der AktionärInnen in die Unternehmensstruktur und Vorstandsvergütung. Der Schritt zur AktionärInnenbeteiligung in der Vorstandsvergütung wird weltweit von vielen Ländern unterstützt, wobei das Vereinigte Königreich eine Vorreiterrolle bei der Implementierung von SOP-Gesetzen einnimmt (vgl. Joura et al. 2022).

2.2. Motive des Say on Pay

Die Gestaltung und Höhe von ManagerInnengehältern stehen seit Langem im Fokus anhaltender Kritik, wodurch vielfältige Ansätze zur Regulierung entwickelt wurden. Das SOP nimmt dabei eine zentrale Position ein, insbesondere in Reaktion auf die Governance Herausforderungen, die durch die Finanzkrise aufgedeckt wurden. In diesem Abschnitt werden die Beweggründe für die weltweite Implementierung des SOP und dessen Vorteile eingehend betrachtet. Die politische Motivation hinter der gesetzlichen Einführung der AktionärInnenabstimmung über die Vorstandsvergütung besteht aus dem Wunsch, die Höhe der Top-Management-Vergütung zu begrenzen und die AktionärInnen sollen hierfür unter anderem als Instrument dienen. Durch SOP-Abstimmungen erhofft sich die Politik eine angemessenere Vorstandsvergütung, ohne diese direkte durch spezifische Gesetze einzudämmen (vgl. Siepmann 2019). Die Mehrheit der AnteilseignerInnen börsennotierter Unternehmen verspüren das Bedürfnis zur Anpassung der Vorstandsvergütung und erwünschen sich eine Ausweitung ihres Einflusses auf Vergütungsentscheidungen (vgl. Joura et al. 2022). Die Implementierung von SOP ermöglicht den AktionärInnen eine proaktive Rolle bei der Gestaltung von ManagerInnenverträgen, wodurch sie direkten Einfluss auf die Vergütungspolitik nehmen können. Die Hauptintention von SOP

besteht in der Überwachung der Vorstandsvergütung, wobei grundlegende Prinzipien wie Rechenschaftspflicht, Transparenz und Leistungsverknüpfung im Fokus stehen (vgl. Alissa 2015). Durch die Einführung der AktionärInnenabstimmung sollen zudem Agency-Probleme gelöst und das Vermögen der AktionärInnen gesteigert werden (vgl. Brunarski et al., 2015). Gemäß M. Greenstone und seinen KollegInnen (2006) trägt SOP zur Reduzierung der Informationsasymmetrie bei, indem es den InvestorInnen größere Einblicke und Anteilnahme an der Vergütungspolitik der Vorstände gewährt. Der bestehende Interessenskonflikt zwischen den Parteien zeigt sich in zwei wesentlichen Auswirkungen. Erstens als einem von den AktionärInnen unangemessen empfundenen Niveau der Vergütung und zweitens in einer suboptimalen Vergütungsstruktur, die entweder nicht mit der Unternehmensperformance übereinstimmt oder falsche Investitionsanreize setzt. Vor der Einführung von SOP bestanden lediglich begrenzte Möglichkeiten für AktionärInnen, ihre Unzufriedenheit auszudrücken. Mögliche Schritte waren die Abstimmung gegen den Jahresabschluss und die Verweigerung der Entlastung oder Wiederwahl von Mitgliedern des Vergütungsgremiums. SOP adressiert diesen bestehenden Interessenskonflikt und ermöglicht eine direkte Abstimmung über die Vergütungspolitik. Dadurch können InvestorInnen gezielt ihre Unzufriedenheit kommunizieren und der Austausch zwischen der Unternehmensleitung und den AktionärInnen verbessert sich (vgl. Göx/ Kunz 2012). Die Verringerung der Informationsasymmetrie hat zusätzlich zur Folge, dass das Vergütungsgremium und der Aufsichtsrat dazu ermutigt werden, die Vergütung der Führungskräfte sorgfältiger auf der Grundlage der Leistung zu gestalten (vgl. Correa/ Lel 2016; Deane 2007). Die Implementierung von SOP führt somit zu einer stärkeren Verknüpfung zwischen der Vorstandsvergütung und der Unternehmensperformance (vgl. Ferri/ Maber 2013; Siepmann 2019). Diese Verknüpfung veranlasst die Eindämmung der Risikobereitschaft der ManagerInnen, was als weiterer positiver Gesichtspunkt der AktionärInnenabstimmung angesehen wird (vgl. Siepmann 2019).

Zusammengefasst kann festgestellt werden, dass SOP die Transparenz der Vorstandsvergütung steigert und dessen Anpassung an angemessene Standards vereinfacht. Zudem wird die Zufriedenheit der AktionärInnen durch eine aktive Einbindung erhöht. Die Vergütungsabstimmung reduziert das Agency-Problem durch die verringerte Informationsasymmetrie zwischen AnteilseignerInnen und Unternehmensleitung und stellt eine stärkere Verbindung zwischen Vorstandsvergütung und Unternehmensperformance her. Die Einbeziehung der AktionärInnen in die Gestaltung der Vergütungspolitik birgt jedoch auch einige Herausforderungen. Auf kritische Aspekte des SOP wird im [vierten Kapitel](#) eingegangen.

2.3. Geschichte und Entwicklung der Say on Pay-Praktiken

Kontinuierliche Diskurse über die zunehmenden Vergütungen von ManagerInnen bildeten den primären Ausgangspunkt für die Einführung des SOP-Mechanismus. Trotz verschärfter Vorschriften zur Offenlegung von Vergütungspolitiken und -paketen vieler Länder, äußerten InvestorInnen vermehrt ihren Wunsch zur Ausweitung ihres Einflusses auf Vergütungsentscheidungen. Diesem Wunsch wurde anhand der SOP-Regelung entgegengekommen (vgl. Joura et al. 2022). Großbritannien spielte hier eine entscheidende Vorreiterrolle in der Entwicklung von Vorschriften für die Vergütung von Vorstandsmitgliedern börsennotierter Unternehmen (vgl. Göx/ Kunz 2012). Das Vereinigte Königreich galt bereits vor seiner SOP-Einführung als führend in dem Bereich der Offenlegungspraxis. Trotzdem erfüllten britische Unternehmen nicht vollständig die drei Prinzipien der Vorstandsvergütung: Leistungsorientierung, Transparenz und Rechenschaftspflicht. Nach dem Zusammenbruch von Unternehmen, wie Enron Corporation im Jahr 2001, stieg der Druck seitens der AktionärInnen auf die Regierung, die bestehende Gesetzesgrundlage zu ändern. Die britische Regierung implementierte im Jahr 2002 die Directors' Remuneration Report Regulations (DRRR), die sämtliche britische börsennotierte Unternehmen dazu verpflichtete, jährlich einen Bericht über die Vergütung ihrer Führungskräfte zu erstellen. Dieser Bericht wurde dann der AktionärInnenversammlung zur Abstimmung vorgelegt (vgl. ebd.). Somit gilt Großbritannien als erstes Land, dass die Mitsprache der AktionärInnen bei Vergütungsfragen ermöglichte und führte das SOP ein (vgl. Joura et al. 2022). Die Abstimmung selbst besaß jedoch nur beratenden Charakter, was bedeutet, dass die Unternehmen sich nicht verpflichtend nach den Abstimmungsergebnissen richten müssen und der direkte Eingriff der AktionärInnen in bestehende Vertragsverhältnisse verhindert wurde (vgl. Göx/ Kunz 2012). Viele Länder weltweit nahmen sich Großbritannien als Vorbild und implementierten SOP-Vorschriften. Zu diesen Ländern zählen die Niederlande, Australien, Japan, Dänemark, Norwegen, die Schweiz, Südafrika, die USA, Spanien, Belgien und Frankreich (vgl. Joura et al. 2022). Die weltweite SOP-Einführung wurde zum einen durch die jüngste Finanzkrise als auch durch eine weitreichende Empörung über die ManagerInnengehälter vorangetrieben. Die Kritik an der Vergütung der Führungskräfte bezieht sich auf die Höhe, die unzureichende Transparenz und die geringe Verknüpfung zwischen Vergütung und Leistung (vgl. Lozano-Reina/Sanchez-Marin 2019). Die vermehrte Verbreitung des SOP im europäischen Raum begann im Jahr 2004. Die EU-Kommission veröffentlichte eine Empfehlung zur Einführung angemessener Regelungen für die Vergütung von Vorstandsmitgliedern börsennotierter Unternehmen. In dieser Empfehlung wurden die EU-Mitgliedsländer dazu aufgefordert, die Vergütungspolitik als separaten Tagesordnungspunkt auf der Hauptversammlung zu behandeln und den AktionärInnen zu einer

bindenden Abstimmung vorzulegen. Hierbei grenzte sich die EU-Kommission von dem Vereinigten Königreich ab und drängte zu einer bindenden anstelle einer konsultativen Abstimmung. Damit sollte eine direkte Einbindung der AktionärInnen garantiert werden (vgl. Göx/ Kunz 2012). Da es sich jedoch nicht um eine Gesetzesbestimmung, sondern lediglich um eine Empfehlung handelte, bestanden beträchtliche Unterschiede in der Umsetzung und den rechtlichen Rahmenbedingungen der SOP-Regelungen in den einzelnen EU-Ländern (vgl. Drefahl 2015). Diese Unterschiede betrafen insbesondere die Freiwilligkeit oder Verpflichtung zur Abstimmung sowie die bindende oder beratende Natur der Abstimmungsergebnisse für die Unternehmen (vgl. Lozano-Reina/Sanchez-Marin 2019). Als Beispiel kann Deutschland herangezogen werden. Hier herrschte keine Abstimmungspflicht für börsennotierte Unternehmen und es stand den Unternehmen frei, eine Abstimmung bzgl. ihrer Vorstandsvergütung durchzuführen. Dies hatte zur Folge, dass hauptsächlich Unternehmen über ihre Vergütungspolitik abstimmten, die sich bereits sicher waren, dass ihre Vorschläge auf Zustimmung stoßen würden, um potenzielle Ablehnungen und damit verbundene negative Berichterstattungen zu vermeiden. Des Weiteren hatten negativ ausfallende Abstimmungen keinerlei rechtliche Verpflichtungen für die Unternehmen und dienten lediglich einem beratenden Zweck (vgl. Drefahl 2015). Mit seiner Empfehlung erhoffte sich die EU-Kommission eine Verbesserung der Transparenz und eine stärkere Beteiligung der AktionärInnen. Jedoch kam es zu starken Variationen und unzureichender Standardisierung der SOP-Vorschriften. Als Lösung verabschiedete die EU im Jahr 2017 die Richtlinie (EU) 2017/828, welche die Richtlinie (EU) 2007/36 ergänzt. Die Hauptziele dieser Richtlinie bestehen darin, den AktionärInnen ein größeres Mitspracherecht zu gewähren und zusätzliche Transparenzbestimmungen zu schaffen, um eine aktive Einbindung der AnteilseignerInnen in die Unternehmensprozesse zu fördern (vgl. Schima 2019). Die neue Richtlinie sieht vor, dass Aktiengesellschaften die Vergütungspolitik ihrer Vorstände festlegen und diese dann ihren AktionärInnen in der Hauptversammlung zur Abstimmung bereitstellen. Somit soll erreicht werden, dass Gesellschaften ihre Vorstände nur anhand der AktionärInnenabstimmung entlohnen können. Hierbei ist es den Mitgliedstaaten freigestellt, ob es sich um ein konsultatives oder bindendes SOP handelt (vgl. Tomic et al. 2018). Ob bindendes oder nicht-bindendes Votum, die börsennotierten Unternehmen müssen bei jeder substanziellen Änderung, aber mindestens alle vier Jahre, ihre Vergütungspolitik in der Hauptversammlung zur Abstimmung vorstellen (vgl. Richtlinie (EU) 2017/828, Art. 9a).

Die von der EU-Kommission festgelegte neue Richtlinie musste anschließend von den EU-Mitgliedsstaaten in nationales Recht umgesetzt werden (vgl. Richtlinie (EU) 2017/828, Art. 2 Abs. 1.). Bereits im Oktober 2018 wurde dem deutschen Bundesministerium für Justiz und

Verbraucherschutz ein Referentenentwurf für das ARUG II vorgelegt (vgl. Scheffler 2018). Somit entspricht dieses Gesetz der Umsetzung der europäischen Richtlinie in das deutsche Recht. Zum 01. Januar 2020 trat das neue Gesetz in Deutschland in Kraft und das erste gesetzliche SOP über das Vergütungssystem fand in der Hauptversammlung 2021 statt und über den Vergütungsbericht in der Hauptversammlung 2022 (vgl. Böcking/ Bundle 2020). Eine genauere Beschreibung der Gesetzesgrundlage folgt im [fünften Kapitel](#).

3. Gestaltungsmöglichkeiten des Say on Pay

Wie bereits die Definition von R. Thomas und C. Van der Elst (2015) betont, gibt es bei der Durchführung von SOP verschiedene Ausgestaltungsformen. Das dritte Kapitel beschreibt zu Beginn die verschiedenen Ausgestaltungsmöglichkeiten der Vergütungsabstimmungen. Folgend werden zwei grundlegende Arten von SOP beschrieben und deren Durchführungen im internationalen Raum dargestellt.

3.1. Unterscheidungsmerkmale

Die verschiedenen Ausgestaltungsmöglichkeiten des SOP können anhand folgender vier Kriterien abgegrenzt werden.

Das erste Kriterium stellt der Verpflichtungsgrad dar. Der Grad der Verpflichtung bestimmt den Spielraum des Unternehmens hinsichtlich der Abstimmungsdurchführung. Hierbei wird unterschieden zwischen einer optionalen, bedingt verpflichtenden oder verpflichtenden Abstimmung. In Deutschland war die Abstimmung über die Vorstandsvergütung beispielsweise lange Zeit optional, während in Großbritannien bereits seit 2002 eine jährliche verbindliche Abstimmung vorgeschrieben ist. In den USA erfolgt die Abstimmung auf Antrag der AktionärInnen. Bei einer freiwilligen Abstimmung besteht der Anreiz, dass Unternehmen in problematischen Fällen, eine Abstimmung umgehen (vgl. Göx/ Kunz 2012).

Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal stellt der Abstimmungsgegenstand dar. Das Votum selbst bezieht sich in den meisten Fällen auf die Grundzüge des Vergütungssystems oder die Vergütungspolitik des Unternehmens. Es kann jedoch auch die Höhe der Gesamtvergütung oder einzelne Elemente des Vergütungssystems umfassen. Je präziser der Abstimmungsgegenstand definiert ist, desto einfacher ist es für die Unternehmen auf negative AktionärInnenvoten zu reagieren und diese umzusetzen. Wenn beispielsweise der gesamte Vergütungsbericht abgelehnt wird, gestaltet sich die Anpassung schwieriger, da unklar ist, welche spezifischen Elemente der Vergütung aus Sicht der AktionärInnen überarbeitet werden müssen (vgl. ebd.).

Eine weitere Abgrenzung findet durch den Abstimmungszeitpunkt statt. Die Abstimmung kann entweder vor dem Abschluss der Vergütungsverträge (ex ante) oder nach deren Abschluss (ex post) stattfinden. Der Zeitpunkt bestimmt, ob das SOP darauf abzielt, die bereits vom Aufsichtsrat beschlossene Vergütungspolitik zu billigen oder vielmehr die Bedingungen für die Gestaltung künftiger Vergütungspolitiken festzulegen (vgl. Göx/ Kunz 2012).

Das letzte Unterscheidungskriterium stellen die Rechtsfolgen der Abstimmung dar. Hier wird üblicherweise zwischen den zwei Hauptarten konsultatives bzw. nicht-bindendes und bindendes Votum unterschieden. Bei einem konsultativen bzw. nicht-bindendem SOP hat ein negatives AktionärInnenvotum keine unmittelbare Auswirkung auf die Vergütung. Während bei einem bindenden Votum die AktionärInnen effektiv gegen nachteilige Vergütungspraktiken vorgehen können (vgl. ebd.). Eine genauere Beschreibung der beiden SOP-Modellarten wird im folgenden Abschnitt genauer dargestellt.

3.2. Konsultatives Say on Pay

Das konsultative bzw. nicht-bindende SOP-Modell ist davon geprägt, dass das Abstimmungsergebnis der AktionärInnen über die Vergütungspolitik nicht rechtlich verbindlich ist und somit auch keine direkten Folgen auf die Vergütung ausübt. Es dient lediglich als Signal für die Unzufriedenheit der AnteilseignerInnen, aber kann das Unternehmen nicht dazu zwingen, bestimmte Vergütungspraktiken zu ändern (vgl. Göx/ Kunz 2012). Typischerweise findet diese Abstimmung nach der Festlegung des Vergütungsvertrags statt. Während dem relevanten Leistungsbeurteilungszeitraum des Vorstands sind sowohl die Aktien- als auch die Bilanzleistung des Unternehmens öffentlich bekannt (vgl. Ferri/ Göx 2018). Der Hauptvorteil des nicht-bindenden SOP aus Sicht des Aufsichtsrats, Verwaltungsrats und des Managements besteht darin, die vertraglich vereinbarten Rechte der Geschäftsleitungsmitglieder vor nachträglichen Eingriffen der AktionärInnen zu schützen. Allerdings liegt umgekehrt der Hauptnachteil für die AnteilseignerInnen darin, dass sie selbst dann nicht aktiv werden können, wenn die Vergütungspolitik nicht ihren Interessen entspricht (vgl. Göx/ Kunz 2012). Ein qualitatives SOP fordert intensive Informationsbeschaffungen von den AktionärInnen. In der Praxis nutzen InvestorInnen häufig Benchmark-Gehaltsniveaus und Vergleichsgruppen zur Vergütungsbewertung. Überschreitet der Vorschlag für das Vorstandsvergütungssystem diesen Werten, sind die AktionärInnen dazu geneigt dieses abzulehnen. Darüber hinaus stellen sogenannte StimmrechtsberaterInnen ihren KundInnen ein maximales Gehaltsniveau zur Verfügung, das diese BeraterInnen akzeptieren würden, um eine positive Empfehlung für den SOP-Vorschlag des Unternehmens abzugeben (vgl. Ferri/ Göx 2018). Bei einem nicht-bindenden SOP sind jedoch die

Unternehmen nicht rechtlich dazu verpflichtet sich an den Abstimmungen ihrer AktionärInnen bzgl. der Vorstandsvergütung zu halten. Ein potenzielles Dilemma besteht somit darin, dass der Vorstand die Ablehnung der AktionärInnen ignoriert. Dies resultiert darin, dass die InvestorInnen möglicherweise nicht gewillt sind, Zeit und Ressourcen in eine Abstimmung gegen die Vergütungspolitik zu investieren, wenn sie keine effektive Änderung erwarten können. Dennoch zeigen empirische Untersuchungen, dass AktionärInnen ihre Bedenken bzgl. eines unzureichenden Zusammenhangs zwischen Vergütung und Leistung äußern. In Reaktion darauf nimmt der Vorstand diese Bedenken ernst und passt seine Vergütungspolitik entsprechend an. Häufige Gründe für die Anpassung der Unternehmen sind das Vermeiden von negativen Presseberichterstattungen, potenzielle rechtliche Auseinandersetzungen mit AktionärInnen, Reputationsschäden auf dem Arbeitsmarkt für DirektorInnen sowie das erhöhte Risiko für den Aufsichtsrat, bei der Wiederwahl nicht berücksichtigt zu werden (vgl. Ferri/ Göx 2018). Somit neigt der Aufsichtsrat oder das Vergütungskomitee dazu, den Wünschen ihrer AnteilseignerInnen auch bei einem nicht-bindendem Votum entgegenzukommen und die Vorstandsvergütung anzupassen.

3.3. Bindendes Say on Pay

Bei einem bindenden Votum können die AktionärInnen effektiv gegen nachteilige Vergütungspraktiken vorgehen. Dies schränkt den Handlungsspielraum des Aufsichtsrats oder Verwaltungsrats erheblich ein (vgl. Göx/ Kunz 2012). Bei einer bindenden Abstimmung kann der Aufsichtsrat die vorgeschlagene Vergütung nur dann an den Vorstand zahlen, wenn die AktionärInnen die Zahlung genehmigen. Im Falle einer Ablehnung des Vergütungssystems muss das Votum zwingend umgesetzt werden und das Vergütungssystem gemäß den AktionärInnenwünschen angepasst werden (vgl. Ferri/ Göx 2018). In der Praxis werden bindende Voten hauptsächlich im Rahmen von Abstimmungen über zukünftige Vergütungspolitiken verwendet. Erst nach der Genehmigung durch die AnteilseignerInnen werden sämtliche Vergütungsverträge abgeschlossen. Dies geschieht, um Schadensersatzzahlungen im Falle einer negativen Abstimmung der AktionärInnen zu vermeiden. Andernfalls könnte die Geschäftsführung rechtliche Schritte einleiten, um das Unternehmen zur Zahlung seiner vertraglichen Ansprüche zu verpflichten (vgl. ebd.). Bei einem bindenden SOP können AktionärInnen zwar im Voraus den Rahmen für die Vergütungspolitik definieren, jedoch nicht nachträglich in bereits abgeschlossene Vergütungsverträge eingreifen (vgl. Göx/ Kunz 2012).

3.4. Say on Pay im internationalen Vergleich

Im internationalen Raum kommt es zu verschiedenen Ausgestaltungsformen der AktionärInnenabstimmung. Im Folgenden werden SOP-Gestaltungsformen des Vereinigten Königreichs, weiteren Ländern des EU-Raums, Australien und den Vereinten Nationen vorgestellt.

SOP Vereinigtes Königreich

Das Vereinigte Königreich wird als Vorreiter der SOP-Einführung angesehen. Seit 2002 haben AktionärInnen auf der jährlichen Hauptversammlung das Recht auf eine beratende Abstimmung über den Vergütungsbericht börsennotierter Unternehmen. Seit September 2013 haben sie zudem ein Recht auf eine verbindliche Abstimmung über eine separate zukunftsorientierte Vergütungspolitik und die Abfindungszahlungen des Vorstands. Zusätzlich erhalten die AktionärInnen eine beratende Abstimmung über die Umsetzung der zukunftsorientierten Vergütungspolitik des Vorjahres. Um den Ansprüchen der Verordnung (EU) 2017/828 des EU-Rates gerecht zu werden, unternahm das Vereinigte Königreich Änderung an seiner SOP-Politik. Die seit 2019 geltenden Anpassungen beziehen sich hauptsächlich auf die Offenlegungspflicht in Bezug auf die Vergütungspolitik und den Vergütungsbericht. Eine neue Vorschrift für britische börsennotierte Unternehmen ist lediglich die Anforderung, dass Zahlungen an Vorstandsmitglieder, die nicht mit der aktuellen Vergütungspolitik übereinstimmen, von den AktionärInnen als Änderung der bestehenden Vergütungspolitik abgestimmt und genehmigt werden müssen (vgl. Göx/ Kunz 2012).

SOP Europa

Neben dem Vereinigten Königreich führten die Niederlande (2004), Schweden (2005), Deutschland (2009), Belgien (2010) und Frankreich (2013) die SOP-Regelung schon früh im europäischen Raum ein (vgl. Joura et al. 2022). Gemäß der Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Rates, liegt es im Ermessen der einzelnen EU-Mitgliedstaaten, ob sie ein verbindliches oder beratendes SOP einführen wollen. Jedoch muss mindestens alle vier Jahre oder bei Änderungen der Vergütungspolitik eine Abstimmung über die Vergütungspolitik stattfinden. Darüber hinaus muss jährlich eine Abstimmung über den Vergütungsbericht durchgeführt werden (vgl. Richtlinie (EU) 2017/828, Art. 9). Durch die wenigen Gestaltungsvorschriften der EU-Kommission bzgl. der SOP-Methodik, kommt es zu den unterschiedlichsten Praktiken im EU-Raum. Während in den Niederlanden seit 2004 eine verbindliche ex-ante-Abstimmung über die Vergütungspolitik verpflichtend ist, galt in Deutschland mit der SOP-Einführung 2009 keine Pflicht, sondern nur eine Empfehlung für eine beratende Abstimmung über die

Vorstandsvergütung (vgl. Joura et al. 2022). Auf die genaue Entwicklung der SOP-Regelungen und die aktuelle Gesetzeslage deutscher börsennotierter Unternehmen wird im [fünften Kapitel](#) eingegangen. In Frankreich wurde das SOP im Jahr 2013 als Empfehlung zur beratenden Abstimmung über die individuelle Vergütung der Vorstandsmitglieder eingeführt und in den Folgejahren überarbeitet. Seit 2017 gilt eine Pflicht zum verbindlichen SOP über die ex-ante Vorstandsvergütung und seit 2018 ein verbindliches nachträgliche SOP über variable oder außergewöhnliche Vergütungen für Führungskräfte. Weitere europäische Länder mit einem verpflichtenden und bindenden SOP sind Spanien und die skandinavischen Länder (vgl. Siepmann 2019; hkp group).

SOP Australien

Mit der Einführung der neuen SOP-Reform als Teil des Corporate Law Economic Reform Program (CLERP) folgte Australien im Jahr 2004 dem Beispiel des Vereinigten Königreichs. Es wurde eine verpflichtende, wiederkehrende und beratende Form der AktionärInnenabstimmung eingeführt. Ziel war es die Transparenz der ManagerInnenvergütung zu erhöhen, übermäßige Vorstandsentslohnung zu reduzieren und die Sensibilität für das Verhältnis zwischen Gehalt und Leistung zu erhöhen. Die SOP-Regelung gemäß CLERP 9 wurde im Jahr 2011 als Reaktion auf die Finanzkrise durch die Two-Strikes-Regel ersetzt (vgl. Clarkson et al. 2011). Die Two-Strikes-Richtlinie ermöglicht es den AktionärInnen auf den Jahreshauptversammlungen über den Vergütungsbericht der Führungskräfte in Schlüsselpositionen abzustimmen. Die Regelung ist wie folgt strukturiert. Im Falle einer Ablehnung des Vergütungsberichts durch 25 % oder mehr der AktionärInnen erhält das Unternehmen einen ersten *Strike*. Kommt es in der darauffolgenden Jahreshauptversammlung erneut zu einem *Strike*, wird dieser als zweiter gewertet und löst die sogenannte *spill resolution*, eine Entscheidung über den Austritt, aus. Diese muss von einer Mehrheit der AktionärInnen angenommen werden. Bei einer Zustimmung ist innerhalb von 90 Tagen eine außerordentliche Hauptversammlung einzuberufen, um die Vorstandsmitglieder, mit Ausnahme des CEOs, neu zu wählen (vgl. Parliament of Australia 2011).

SOP Vereinigte Staaten

Die SOP-Praxis in den Vereinigten Staaten unterscheidet sich besonders im Kriterium des Verpflichtungsgrads von den anderen Ländern. Für Unternehmen, die an der New York Stock Exchange (NYSE) oder der National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) gelistet sind, ist seit Juni 2003 eine AktionärInnenabstimmung über die aktienbasierten Vergütungsplänen möglich. Während der Finanzkrise 2008 wurde den AktionärInnen

von Finanzunternehmen, die Mittel aus dem Troubled Assets Relief Program (TARP) erhalten hatten, das Recht auf eine beratende Abstimmung über die Vorstandsvergütung gewährt. Als Reaktion auf die Folgen der Krise, wurde der Dodd-Frank Act 2010 eingeführt. Die Reform gewährt den AktionärInnen das Recht auf eine beratende Abstimmung über die Vergütung der Vorstandsmitglieder, einschließlich des CEO, des CFO und mindestens drei weiterer hochbezahlter Führungskräfte im Managementteam. Die Ergebnisse der Abstimmung müssen innerhalb von vier Werktagen nach dem Votum der Börse mitgeteilt werden. Mindestens alle sechs Jahre hat die Hauptversammlung die Möglichkeit über die Frequenz des Votums abzustimmen. Die Abstimmung über den Vergütungsbericht kann entweder alle ein, zwei oder drei Jahre stattfinden (vgl. Brunarski et al. 2015). Dies stellt einen wesentlichen Unterschied der US-amerikanischen SOP-Politik im Vergleich zu europäischen Ländern, dem Vereinigten Königreich und Australien dar, wo alle börsennotierten Unternehmen dazu verpflichtet sind, jährlich ein SOP über den Vergütungsbericht durchzuführen.

4. Kritik am Say on Pay

Trotz der weltweiten Etablierung des SOP, äußern sich auch einige Gegner zu diesem AktionärInnenaktivismus. Die Kritik bezieht sich zunächst auf die Annahme, dass unqualifizierte AktionärInnen nicht über ausreichende Informationen, Anreize und Wissen verfügen, um angemessen über die Vergütung des Vorstands zu entscheiden (vgl. Alissa 2015; Gordon 2009). Die AnteilseignerInnen seien nicht in der Lage alternative Vergütungspläne angemessen zu erfassen, zu differenzieren und richtig zu bewerten (vgl. Joura et al. 2022). Bei unvollständigem oder unzureichendem Wissen der AktionärInnen kann die Anwendung des SOP zu einer Zerstörung des Shareholder Value führen (vgl. Ferri/ Göx 2018). Es besteht die Gefahr, dass die AktionärInnen gegen eine Vergütungspolitik stimmen, die in ihrem besten Interesse steht (vgl. ebd.). Im Gegensatz dazu könnten die Verwaltungsräte den besten Ansatz für die Vergütung von Führungskräften bestimmen, da sie über spezifische Informationen verfügen. KritikerInnen argumentieren daher, dass die Festlegung der Vorstandsvergütung besser dem Aufsichtsrat und dem Vergütungsausschuss überlassen werden sollte, da diese besser qualifiziert seien (vgl. Bainbridge 2009; Loveira 2011). Die unqualifizierten AktionärInnen würden nur auf die Gesamtvergütung anstelle des gesamten Vergütungspakets und dessen Festsetzungsprozess achten. Dadurch neigen sie dazu, die Vorstandsvergütung im SOP abzulehnen, ohne die Auswirkungen auf die Unternehmensinteressen vollständig zu verstehen (vgl. ebd.). Somit erklären KritikerInnen die geringe Unzufriedenheit bei Vergütungsabstimmungen dadurch, dass AktionärInnen

entweder wenig Interesse an Vergütungsfragen besitzen oder nur dann gegen die Vergütung stimmen, wenn die Vorstandszahlungen exzessiv zu hoch sind. Dabei wird die genaue Funktionsweise der Vergütung oftmals vernachlässigt (vgl. Alissa 2015).

Neben dem mangelnden Beurteilungsfähigkeiten der AktionärInnen wird deren tatsächlicher Einfluss von KritikerInnen hinterfragt. Bei dem beratendem SOP wird befürchtet, keine ausreichende Wirkung auf Vergütungsverträge zu haben, da es nicht verbindlich ist. Insbesondere der disziplinarische Effekt von SOP wird in Frage gestellt (vgl. Heide 2014). Unternehmen sind nicht dazu verpflichtet die Kritik der AktionärInnen umzusetzen, wodurch die Frage aufkommt, ob eine negative Abstimmung überhaupt eine nachhaltige Wirkung auf die Vergütungspolitik hat. Dies kann eine Demotivation der AnteilseignerInnen zur Folge haben. Die Bemühungen die Vorstandsvergütung zu verstehen und zu diskutieren, könnten von den AktionärInnen aufgrund ihrer begrenzten Einflussmöglichkeiten auf Unternehmensentscheidungen als vergeblich angesehen werden (vgl. Alissa 2015). Gemäß S. Bainbridge (2009) sind die Opportunitätskosten für die Informationsbeschaffung vor der Stimmabgabe aufgrund der Länge und Komplexität der Offenlegungsunterlagen für die durchschnittlichen AktionärInnen zu hoch. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die Vergütung von Vorständen. Daher erscheint die erforderliche Investition von Zeit und Mühe für informierte Vergütungsabstimmungen nicht lohnend (vgl. ebd.). Die Scheu vor der Informationsbeschaffung und das mangelnde Verständnis einiger AktionärInnen über Vergütungsmechanismen führen zu dem nächsten Kritikpunkt, der Beeinflussung der AktionärInnenstimmen. Einige Studien warnen vor dem Einfluss mächtiger Führungskräfte oder Vorstände. Diese könnten AktionärInnen dazu bringen, für unangemessene Vorstandsvergütungen zu stimmen, was das SOP beeinträchtigt (vgl. Levit/ Malenko 2011; Morgan et al. 2006). Zudem haben Unternehmen die Möglichkeit Informationen über die Vorstandsvergütung zu verzerren und nur oberflächliche Maßnahmen zu ergreifen, um AnteilseignerInnen zu beruhigen, ohne tatsächliche Veränderungen durchzuführen (vgl. Berrone/ Gomez-Mejia 2009). Das Vergütungskomitee und der Aufsichtsrat könnten nach geringer SOP-Unterstützung oberflächliche Handlungen vortäuschen, die keine realen Auswirkungen auf das Vermögen oder den Unternehmenswert haben (vgl. Brunarski et al. 2015). Neben dem Unternehmen selbst werden AktionärInnen zudem durch StimmrechtsberaterInnen beeinflusst. Die Einflussfaktoren und Werte bekannter Proxy Advisory-Firmen sind Teil der Analyse im [achten Kapitel](#).

Ein weiterer Kritikpunkt sind die zusätzlich entstehenden Kosten. Diejenigen, die gegen SOP sind, behaupten, dass die Einbeziehung der AktionärInnen bei der Entlohnung von GeschäftsführerInnen zusätzliche Kosten verursacht und somit das Vermögen der AnteilseignerInnen mindert (vgl. Joura et al. 2022).

Neben inhaltlichen Kritikpunkten, wird zudem die rechtliche Integration des SOP ins deutsche System hinterfragt. Die Idee einer Vergütungsabstimmung, die dem monistischen System entstammt, wird juristisch als ein Element betrachtet, das nicht ins Kompetenzgefüge der deutschen Aktiengesellschaft passt (vgl. Dauner-Lieb et al. 2010). Im One-Tier-System haben die AktionärInnen zahlreiche Mitbestimmungsrechte, während im dualistischen System diese Aufgaben vom Aufsichtsrat übernommen werden (vgl. Millet-Reyes/ Zhao 2010; Witt 2003). Sowohl die Zustimmung als auch die Ablehnung der Vergütung begrenzen die Handlungsspielräume des Aufsichtsrats. Falls das Vergütungssystem von der Hauptversammlung bestätigt wird, sind erhebliche Abweichungen von der genehmigten Vergütungspolitik kaum möglich. Obwohl ARUG II keine rechtliche Bindung vorsieht, können auch konsultative Abstimmungen eine faktische Bindung darstellen. Ein Aufsichtsrat, der signifikant von einem bereits genehmigten System abweicht, muss sich gegenüber seinen AktionärInnen rechtfertigen und mit erhöhten Ablehnungsquoten bei seiner eigenen Entlastung oder Wiederwahl rechnen (vgl. Suchan/ Gerdes 2017). John R. Sinkular, ein Berater im Bereich Vergütung, argumentiert in einem Interview mit der *hkp group*: „Ob eine Abstimmung zur Vorstandsvergütung bindenden oder empfehlenden Charakter hat, ist letztlich unerheblich. Faktisch kann es sich kein Unternehmen leisten, eine unzufriedene Rückmeldung seiner Aktionäre und wichtigsten Investoren zu einem zentralen Governance-Aspekt zu ignorieren.“ (Siepmann 2019).

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Implementierung von SOP-Praktiken mit diversen Einwänden einhergeht. Einerseits wird kritisiert, dass AktionärInnen möglicherweise nicht über ausreichendes Wissen bzgl. Vergütungsmechanismen verfügen. Andererseits können die zahlreichen Einflussmöglichkeiten auf AnteilseignerInnen und ihre Abstimmungen als Anlass zur Beanstandung betrachtet werden. Auch der Einfluss, den InvestorInnen selbst auf die Vergütungspolitik ausüben, wird hinterfragt. Einige KritikerInnen zweifeln an dem tatsächlichen Einfluss der AktionärInnen, während andere der Meinung sind, dass SOP den AnteilseignerInnen zu viel Einfluss zuschreibt. Abschließend wird auch die rechtliche Integration von SOP in das deutsche Aktiengesetz in Frage gestellt.

5. Say on Pay in Deutschland

Das fünfte Kapitel widmet sich den SOP-Praktiken in Deutschland. Zu Beginn wird die Entwicklung und Einführung des SOP dargestellt. Anschließend wird die Rolle der Hauptversammlung in deutschen Aktiengesellschaften ausgeführt. Die letzten beiden Punkte des fünften Kapitels widmen sich den rechtlichen Bestimmungen des neu eingeführten ARUG II an das Vorstandsvergütungssystem und den Vergütungsbericht.

5.1. Say on Pay Entwicklung in Deutschland

Wie bereits erwähnt haben sich die SOP-Praktiken stark über die Jahre verändert. Die Entwicklung in Deutschland ist durch die Abstimmungseinführung des Vereinigten Königreichs inspiriert und wird sowohl von den europäischen als auch deutschen Richtlinien geprägt. Der unten angeführte Zeitstrahl stellt die wichtigsten Ereignisse für die SOP-Umsetzung in Deutschland von 2000 bis 2022 dar.

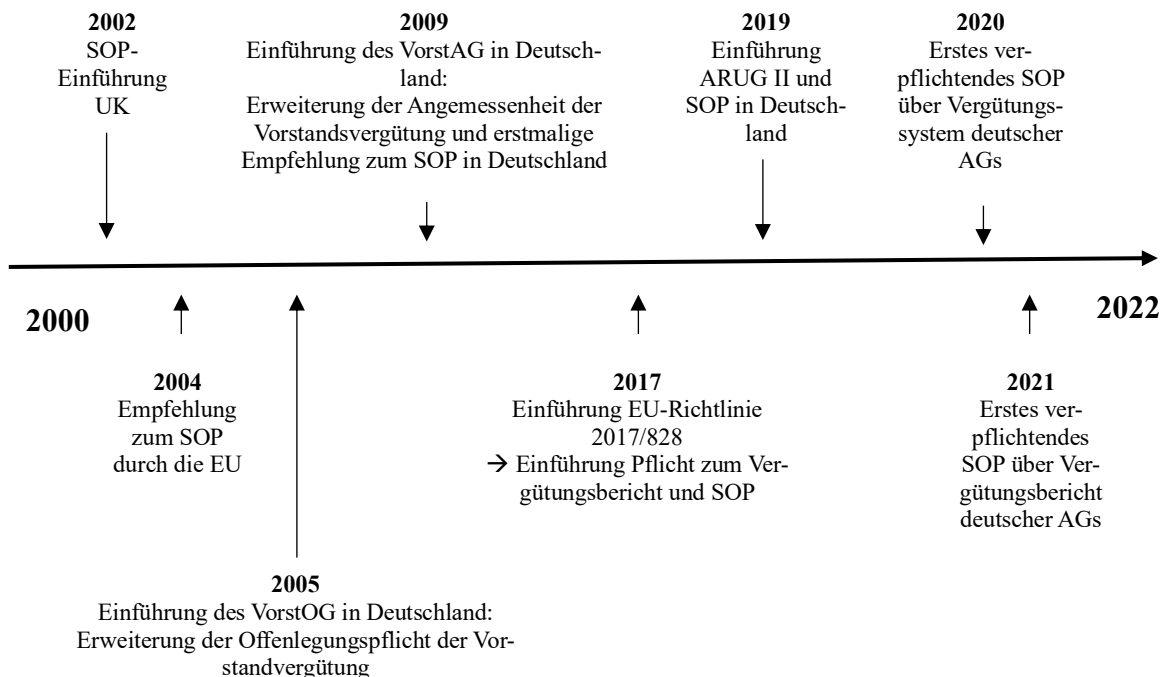


Abb. 1: SOP-Verlauf in Deutschland von 2000-2022

Als Anstoß zur Beteiligung der AktionärInnen in die Vorstandsvergütung deutscher Aktiengesellschaften gilt die SOP-Einführung in Großbritannien im Jahr 2002. Auch die EU-Kommission ließ sich beeinflussen und sprach im Jahr 2004 ihre Empfehlung zur AktionärInnenabstimmung über die Vergütungspolitik börsennotierter Gesellschaften aus (vgl. Göx/ Kunz 2012). Im Jahr 2005 erweiterte Deutschland sein Aktiengesetz um das VorstOG, das Vorstandsvergütungs-

Offenlegungsgesetz. Diese Bestimmung modifizierte die Anforderungen an die Offenlegung der Vorstandsvergütung. Deutsche Aktiengesellschaften waren demnach dazu verpflichtet, die individuellen Vorstandsvergütungen im Anhang des Jahres- bzw. Konzernabschlusses oder in Form eines Vergütungsbericht als Teil des Lageberichts offenzulegen. Bereits im Jahr 2002 wurde eine Empfehlung den Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) bzgl. einer individualisierten Offenlegung der Vorstandsvergütung ausgesprochen. Da eine freiwillige Selbstverpflichtung der Unternehmen jedoch nicht stattfand, wurde die Empfehlung durch das VorstOG in Deutschland gesetzlich eingeführt. Das Gesetz galt für das nach dem 31. Dezember 2005 beginnende Geschäftsjahr und ermöglichte es der Hauptversammlung zu überprüfen, ob die Vergütung entsprechend der individuellen Leistung der einzelnen Vorstandsmitglieder festgelegt wurde (vgl. Bundle 2021). Als Reaktion auf die Finanzmarktkrise im Jahr 2008 wurde in Deutschland das VorstAG, das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, eingeführt. Als Mitursache für die Krise galten fehlerhafte Verhaltensanreize des Managements. Wenn sich Unternehmen ausschließlich auf kurzfristige, zum Stichtag festgelegte Messwerte wie Börsenkurse konzentrieren, besteht das Risiko, dass sie nicht aktiv das langfristige Wachstum des Unternehmens anstreben. Das VorstAG von 2009 zielt darauf ab, Anreize für langfristige und nachhaltige Entwicklung in der Vorstandsvergütung zu setzen (vgl. ebd.). Das Vorstandsvergütungsgesetz führte erstmalig ein optionales SOP im deutschen Aktiengesetz ein. Das Ziel bestand darin, eine langfristige Übereinstimmung zwischen der Vergütung und dem Erfolg des Unternehmens zu erreichen, indem durch das Vergütungsvotum und andere direkte Eingriffe in die Vorstandsvergütung dieser Prozess gesteuert wurde. Laut VorstAG sollten börsennotierte Unternehmen die Hauptversammlung über die vom Aufsichtsrat beschlossene Vorstandsvergütung abstimmen lassen. Die Entscheidung zur Durchführung der Vergütungsabstimmung war jedoch von freiwilliger Natur und das Ergebnis nicht bindend. Im Falle einer Missbilligung, war der Aufsichtsrat jedoch verpflichtet, eine Erklärung abzugeben oder die Vergütung erneut zu überarbeiten (vgl. Koch/ Stadtmann 2011). Eine Regelungslücke des VorstAG war jedoch die strukturelle Gestaltung. Der Aufsichtsrat war für die Festlegung eines Vergütungsvorschlags bzgl. des Vorstands zuständig, der der Hauptversammlung zur Billigung vorgelegt werden sollte. Ein möglicher Konflikt könnte jedoch entstehen, wenn der Aufsichtsrat über das Vergütungssystem abstimmen wollte, der Vorstand diese Abstimmung aber nicht als Tagesordnungspunkt aufnahm, da er gemäß § 125 AktG die Tagesordnung der Hauptversammlung festlegt (vgl. Spindler/ Oetker 2010). Im Jahr 2017 verabschiedete die EU-Kommission die Richtlinie (EU) 2017/828 (vgl. Schima 2019). Das Ziel dieser Aktionärsrechterichtlinie war die Steigerung der Unternehmenstransparenz, Erhöhung der Verantwortlichkeit der

Unternehmensführung sowie die Verbesserung der Überwachung der Vorstandsvergütung durch ihre AktionärInnen (vgl. Bundle 2021). Das Gesetz führte EU-weit den gesetzlichen Vergütungsbericht als auch zwei unterschiedliche Vergütungsvoten ein. Als Teil des Vergütungsberichts wird sowohl die Veröffentlichung der einzelnen Vergütungselemente als auch die Gesamtsumme der Vergütung für jedes Mitglied der Unternehmensführung gefordert. Dies ermöglicht den AktionärInnen, die Bedingungen und den Betrag der Vergütung der Führungskräfte besser zu bewerten. Die dazu eingeführten Vergütungsvoten ermöglichen es den AktionärInnen ihre Ansichten bzgl. der Vorstandsvergütung zu äußern und mögliche mangelnde Verknüpfung zwischen Vergütung und Leistung zu kritisieren (vgl. Bundle 2021). Es wird zwischen zwei unterschiedlichen Vergütungsvoten unterschieden. Die AktionärInnen haben zum einen das Recht über eine Abstimmung der Vergütungspolitik der Unternehmensleitung. Hierbei handelt es sich um eine ex-ante Abstimmung, die mindestens alle vier Jahre erfolgen soll. Zudem haben die AnteilseignerInnen ein Recht zur Abstimmung über den Vergütungsbericht und die absolute Vergütung. Dieses Votum erfolgt ex-post und jährlich (vgl. Richtlinie (EU) 2017/828, Art.9). Betroffen sind alle Mitglieder der Unternehmensleitung (vgl. ebd., Art. 2), d.h. im Two-Tier-System der Vorstand und der Aufsichtsrat. Hierbei obliegt es den Mitgliedsstaaten sich für ein bindendes oder konsultatives Votum zu entscheiden (vgl. Schima 2019). Die Umsetzung der europäischen Richtlinie (EU) 2017/828 ins deutsche Gesetz erfolgte im Jahr 2019 durch das ARUG II. Laut dem neuen Aktiengesetz ist das Votum über die Vergütungspolitik, also über das Vergütungssystem und den Vergütungsbericht, nur konsultativ und hat somit keine rechtliche Bindung (vgl. AktG 2019, §120a). Die Abstimmung über das Vergütungssystem muss mindestens alle vier Jahre oder bei wesentlichen Änderungen abgehalten werden. Das Votum über den Vergütungsbericht findet jährlich statt. Bei einer Ablehnung des Vergütungssystems durch die Hauptversammlung, ist der Aufsichtsrat laut §120a Abs. 3 AktG (2019) dazu verpflichtet, in der darauffolgenden Hauptversammlung ein überprüftes Vergütungssystem zur Abstimmung vorzulegen. Nachdem das vorgelegte Vergütungssystem genehmigt wurde, besteht eine direkte Pflicht zur Anwendung. Gemäß §26 Abs. 1 AktG (2019) gibt es eine zwingende erstmalige Billigung des Vergütungssystems. Das Ziel besteht darin zu verhindern, dass der Aufsichtsrat das erste, von der Hauptversammlung nicht gebilligte System anwendet. Das gebilligte Vergütungssystem ist jedoch nur für neue oder verlängerte Verträge der Vorstandsmitglieder verpflichtend. Die erstmalige Umsetzung des verabschiedeten Systems erfolgt innerhalb von zwei Monaten nach der Billigung des Systems durch die Hauptversammlung. Dies ermöglicht sogar nach der Billigung eine Übergangsfrist bis zur ersten Anwendung. In der Übergangszeit besteht die Möglichkeit, aktuellen oder bis zur Frist neu hinzugekommenen Vorstandsmitglieder

weiterhin eine Vergütung gemäß der bisherigen Praxis zu gewähren. Eine vorzeitige Anwendung ist dabei auf freiwilliger Basis möglich (vgl. Bundle 2021). Gemäß §87a Abs. 2 AktG (2019) haben die Unternehmen jedoch das Recht in „außergewöhnlichen Umständen“ von der beschlossenen Vergütungspolitik abzuweichen. Betroffen von den Richtlinien von ARUG II sind laut §120a Abs. 5 AktG (2019) nur große, börsennotierte Unternehmen. Durch die Ausschließung kleiner und mittelgroßer Kapitalgesellschaften führt Deutschland im Vergleich zur EU eine Einschränkung ein. Die erste verpflichtende Abstimmung über das Vergütungssystem deutscher Aktiengesellschaften, welches in dem Vergütungsbericht des Geschäftsjahrs 2020 aufgeführt sein musste, fand auf den Hauptversammlungen 2021 statt. Alle Aktiengesellschaften, die grundlegende Änderungen an ihrer Vergütungspolitik im Geschäftsjahr 2020 vornahmen oder ein Vergütungssystem nutzen, über welches nicht von den AktionärInnen in den letzten drei Jahren abgestimmt wurde, waren zu einem SOP über ihr Vorstandsvergütungssystem auf der Hauptversammlung 2021 verpflichtet. Auf den Hauptversammlungen 2022 wurde erstmalig über den Vergütungsbericht des Geschäftsjahrs 2021 abgestimmt (vgl. Böcking/ Bundle 2020).

5.2. Rolle der Hauptversammlung in deutschen Aktiengesellschaften

Die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft bildet einen integralen Bestandteil der externen Corporate Governance des Unternehmens. Gemäß §118 AktG (2019) sind die AktionärInnen dazu berechtigt, ihre Rechte in der Hauptversammlung auszuüben. Sowohl der Vorstand als auch der Aufsichtsrat sind verpflichtet, an dieser Versammlung teilzunehmen (vgl. ebd.). Die jährliche Hauptversammlung bietet den AktionärInnen die Gelegenheit, ihre Einflussmöglichkeiten im Rahmen von Beschlussfassungen strukturiert einzubringen. Der durch die Hauptversammlung gebildete Beschluss repräsentiert den Willen der Aktiengesellschaft als Willensorgan, der vom Vorstand und Aufsichtsrat als Handlungsorgane umgesetzt werden muss. Der Hauptversammlungsbeschluss dient grundsätzlich als Ausdruck und Erklärung des Organwillens und ist in seiner Funktion als mehrseitiges, nichtvertragliches Rechtsgeschäft zu verstehen. Es besteht eine Machtbalance zwischen der Hauptversammlung, dem Vorstand und dem Aufsichtsrat (vgl. Bundle 2021). Während im dualistischen Prinzip Deutschlands der Vorstand und Aufsichtsrat interne Corporate Governance Mechanismen besitzen, ist die Hauptversammlung für die externen Corporate Governance Mechanismen zuständig. Durch die Einführung des ARUG II kam es zu einer Stärkung der Hauptversammlung und dieser wird eine bedeutende Rolle im Rahmen der Vorstandsvergütung zugeteilt. In der folgenden Abbildung von L. Bundle

(2021:71) sind die einzelnen Aufgabenbereiche und Verknüpfungen der Organe deutscher Aktiengesellschaften dargestellt.

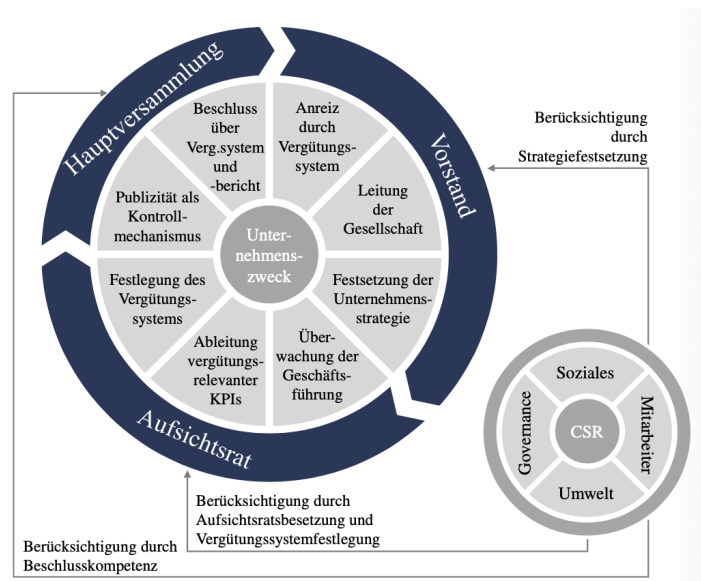


Abb. 2: Kreislauf der Vorstandsvergütung

Demnach gilt die Hauptversammlung als Kontrollorgan der Aktiengesellschaft und beschließt das vom Aufsichtsrat festgelegte Vergütungssystem (vgl. Bundle 2021). Im deutschen Aktien-gesetz werden zudem die einzelnen Privilegien der Hauptversammlung definiert (vgl. AktG 2019, §119 Abs. 2). AktionärInnen haben das Recht der Bestellung der Aufsichtsratsmitglieder, der Beschließung der Verwendung des Bilanzgewinns und anderen Fragen, als auch die Ab-stimmung über das Vergütungssystem und den Vergütungsbericht für Vorstands- und Aufsichts-ratsmitglieder börsennotierter Gesellschaften (vgl. ebd.). Das Abstimmungsrecht über ge-schäftsführende Fragen steht der Hauptversammlung nur dann zu, wenn der Vorstand dies ver-langt (vgl. Bundle 2021).

5.3. Gesetzeslage des ARUG II und Richtlinien für die Vergütungspolitik

Mit der Einführung des ARUG II kamen neue rechtliche Forderungen an die Vergütungspolitik deutscher Aktiengesellschaften. Im Folgenden werden die spezifischen Ansprüche des neuen Gesetzes an die Vorstandsvergütung, das Vergütungssystem und den Vergütungsbericht aufge-zeigt.

5.3.1. Allgemeine Grundsätze an die Gestaltung der Vorstandsvergütung

Die Vergütungspolitik börsennotierter Gesellschaften in Deutschland wird von verschiedenen Gesetzen und Richtlinien bestimmt. Hierzu zählen das AktG, VorstAG, VorstOG, und das A-RUG II. Auch die EU-Regelungen der Vorstandsvergütung im Zuge der Richtlinie (EU)

2017/828 auch bekannt als 2. ARL wirkt sich auf die deutsche Vorstandsvergütungspolitik aus, da sie die Basis für die Neugestaltung des ARUG II bildet. Zudem kommt es zu Empfehlungen und Standards durch den DCGK bzgl. der Vergütungspolitik deutscher Aktiengesellschaften. Die Vergütungspolitik soll "klar und verständlich" gestaltet werden (vgl. Richtlinie (EU) 2017/828, Art. 9a Abs. 2). Dies impliziert die Anforderung, die festen und variablen Vergütungsbestandteile detailliert zu beschreiben, einschließlich aller variabler Zahlungen sowie anderer Vorteile in jeglicher Form (vgl. ebd.). Die Hauptansprüche an die Vergütungspolitik deutscher Aktiengesellschaften kann in die Kategorien „Angemessenheit und Üblichkeit“, „Nachhaltigkeit und Langfristigkeit“ und „Begrenzung und Herabsetzung“ untergliedert werden (Bundle 2021), welche im Folgenden genauer ausgeführt werden.

Angemessenheit und Üblichkeit

Gemäß §87 AktG (2019) ist es die Pflicht des Aufsichtsrats dafür zu sorgen, dass die Vorstandsvergütung angemessen und üblich ist. Die Vergütungen der Vorstandsmitglieder sollen in einem angemessenen Verhältnis zu den ihnen zugewiesenen Aufgaben und den erbrachten Leistungen stehen. Ebenso sollen sie im Zusammenhang mit der Gesamtsituation der Gesellschaft betrachtet werden und dürfen die gängige Vergütung nicht ohne spezielle Gründe überschreiten (vgl. ebd.). Mit dem Grundsatz der Üblichkeit wird verlangt, dass ein Vergleichsumfeld berücksichtigt wird. Die Gesamtvergütung soll folglich nicht, die der üblichen Vergütung übersteigen. Eine Ausnahme gilt nur bei speziellen Gründen. Unterschieden werden kann zwischen einer horizontalen, Branchen-, Größen – und Landesüblichkeit, und vertikalen, Lohn- und Gehaltsgefüge im Unternehmen, Üblichkeit. Durch die Verwirklichung der Angemessenheit und Üblichkeit wird der Pay-for-Performance-Bezug ins deutsche Gesetz verwurzelt (vgl. Bundle 2021).

Nachhaltigkeit und Langfristigkeit

Zudem soll die Vorstandsvergütung auf eine „nachhaltige und langfristige Entwicklung der Gesellschaft“ ausgerichtet werden (vgl. AktG 2019, §87 Abs. 1 Satz 2). Dies verpflichtet den Aufsichtsrat dazu, bei der Festsetzung der Gesamtbezüge neben zeitlichen Aspekten auch soziale und ökologische Gesichtspunkte im Sinne des Nachhaltigkeitsgedanken zu berücksichtigen (vgl. Bundle 2021). Um die Langfristigkeit der Vorstandsvergütung zu gewähren, sollen variable Vergütungsbestandteile eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben. Somit sollen für die ManagerInnen Anreize zu Investitionen geschaffen werden, die über mehrere Jahre in die Zukunft gerichtet sind und sich erst langfristig im Unternehmenserfolg widerspiegeln (vgl. ebd.). Bei der variablen Vergütung ist eine Mischung aus kurzfristigen und langfristigen

Vergütungskomponenten laut Aktiengesetz gestattet (vgl. AktG 2019, §87 Abs. 1). Der DCGK empfiehlt jedoch, dass die langfristige variable Vergütung einen größeren Anteil als die kurzfristige variable Vergütung darstellt (vgl. Bundle 2021). Das ARUG II definiert den Aspekt der Nachhaltigkeit genauer. Vor der Einführung der neuen Rechtlinie wurde die nachhaltige Unternehmensentwicklung sowohl in der Praxis als auch in der Forschung im Sinne der langfristigen Unternehmensentwicklung interpretiert. ARUG II verändert diese Deutung, indem es die Nachhaltigkeit als Berücksichtigung sozialer, ökonomischer und ökologischer Aspekte in der Festsetzung der Vergütungspolitik beschreibt. Dies hat zur Folge, dass das Interesse der Gesellschaft zunehmend im Sinne des erweiterten Stakeholder-Ansatzes ausgerichtet wird (vgl. ebd.).

Begrenzung und Herabsetzung

Weitere Hauptkriterien an die Vergütungspolitik gemäß L. Bundle (2021) sind die Begrenzung und mögliche Herabsetzung der Vorstandsvergütung. Für den Fall außergewöhnlicher Entwicklungen soll der Aufsichtsrat Begrenzungsmöglichkeiten bei der variablen Vergütung festlegen. Zudem muss eine Maximalvergütung für die Vorstandsmitglieder im Rahmen des Vergütungssystems festgelegt werden (vgl. AktG 2019, §87). Die Angabe einer absoluten Zahl als Vergütungsobergrenze ist verbindlich (vgl. Bundle 2021). Zusätzlich besteht die Möglichkeit, der nachträglichen Herabsetzung der Vorstandsbezüge. Dies betrifft jedoch nur entweder bereits verdiente, aber noch nicht ausgezahlte Vergütungen oder zukünftige, noch nicht ausbezahlte Beträge (vgl. AktG 2019, §87 Abs. 2). Die Möglichkeit der Zurückforderung der variablen Vergütung kann durch die sogenannte Clawback-Klausel stattfinden. Wenn vereinbarte Ziele nicht erreicht wurden bzw. die ursprüngliche Erreichung aufgrund von falschen Informationen angenommen wurde, hat die Gesellschaft die Möglichkeit die variable Vergütung der Vorstandsmitglieder zurückzufordern (vgl. Bundle 2021). Die Clawback-Klausel muss nicht verpflichtend in das Vergütungssystem integriert werden, wird jedoch sowohl von ARUG II als auch dem DCGK für deutsche börsennotierte Gesellschaften empfohlen.

5.3.2. Gesetze und Richtlinien für Vergütungssysteme deutscher Aktiengesellschaften

Gemäß dem Aktiengesetz sind deutsche börsennotierte Gesellschaften dazu verpflichtet „ein klares und verständliches System zur Vergütung der Vorstandsmitglieder“ anzugeben (vgl. AktG 2019, §87a). Der eingeführte Vergütungsparagraph §87a AktG stellt selbst keine neuen materiell-inhaltlichen Vorgaben für die Vorstandsvergütung im Vergleich zu §87 AktG vor. Er befasst sich vielmehr mit der Transparenz der Bestandteile. Somit werden die Anforderungen für das Vorstandsvergütungssystem in §87 AktG vorgeschrieben und §87a AktG gibt vor, zu

welchen Aspekten eine Äußerung erfolgen muss (vgl. Bundle 2021). Das Vergütungssystem kann kurzfristige und langfristige variable Vergütungskomponenten beinhalten. Der DCGK empfiehlt jedoch die langfristige Vergütung anteilig größer festzulegen als die kurzfristige (vgl. Bundle 2021). Neben finanziellen Leistungskriterien werden auch nichtfinanzielle Indikatoren für die Leistungsbewertung der Vorstandsmitglieder und Bestimmung der Vergütungshöhe empfohlen (vgl. Richtlinie (EU) 2017/828, Art. 9a). Neben der Angabe muss beschrieben werden, wie sie die Geschäftsstrategie fördern und zur langfristigen Unternehmensentwicklung beitragen (vgl. AktG 2019, §87a Abs. 1). Um die Langfristigkeit zu gewähren, müssen mehrjährige Bemessungsgrundlagen in das Vorstandsvergütungssystem integriert werden (vgl. Bundle 2021). Wie bereits erwähnt, wurde der Begriff der Nachhaltigkeit mit der Einführung des ARUG II neu definiert und soziale, ökologische und ökonomische Aspekte müssen in das Vorstandsvergütungssystem miteinfließen. Die Art und Weise der Integration bleibt den Gesellschaften überlassen. Es besteht die Möglichkeit, diese Kriterien anhand des Triple-Bottom-Line-Ansatzes, der die Kategorien *Ökonomie*, *Soziales* und *Umwelt* umfasst, oder gemäß dem international geforderten ESG-Konzept, das die Kategorien *Environmental*, *Social* und *Governance* einschließt, auszuwählen. Die hierzugehörigen Leistungskriterien können nichtfinanziellen Indikatoren entsprechen (vgl. ebd.). Eine Angabe der Maximalvergütung der Vorstandsmitglieder ist ein verpflichtender Teil des Vergütungssystems. Die genaue Ausgestaltung obliegt dem Aufsichtsrat, kann jedoch durch einen Antrag der Hauptversammlung reduziert werden. Im Gegensatz zu den Empfehlungen des DCGK, auch die variablen Vergütungsbestandteile zu begrenzen, ist der Aufsichtsrat lediglich dazu verpflichtet, eine Maximalvergütung festzulegen. Die Obergrenze muss als absolute Zahl gegeben werden (vgl. ebd.). Neben der Begrenzung besteht auch die Möglichkeit der Vergütungsrückforderung. Obwohl die EU-Richtlinie (EU) 2017/828 den Mitgliedsstaaten keine verpflichtende Implementierung von Clawback-Regelungen vorschreibt, bietet sie die Möglichkeit zur Aufnahme solcher Rückforderungsregeln (vgl. Richtlinie (EU) 2017/828, Art. 9a Abs. 6). Auch in Deutschland herrscht keine Pflicht zur Integration von Clawbacks. Der DCGK empfiehlt jedoch zur Übernahme von Rückforderungsmöglichkeit in das Vergütungssystem. Clawback-Klauseln ermöglichen es einer Gesellschaft, bereits gewährte variable Vergütungsbestandteile zurückzufordern. Somit soll verhindert werden, dass Vorstände dazu verleitet sind, finanzielle und nichtfinanzielle Vergütungsbestandteile zu manipulieren, um ihre Bonuszahlungen und andere variable Bezüge zu erhöhen (vgl. Chan et al. 2012). Durch die Integration von Clawback-Klauseln in die Vorstandsvergütung können Agency-Kosten reduziert werden, da die Interessenskonflikte zwischen AktionärInnen und Vorstand minimiert werden. Sowohl das ARUG II als auch der DCGK empfehlen die

Implementierung von Rückforderungsmöglichkeiten. Falls dies nicht im Rahmen des Vergütungssystems vorgesehen ist, muss gemäß § 161 AktG (2019) begründet werden, wieso kein Gebrauch der Klausel gemacht wurde. Das Vorstandsvergütungssystem muss gemäß den rechtlichen Bestimmungen vom Aufsichtsrat oder Vergütungskomitee festgelegt und anschließend der Hauptversammlung gemäß §120 AktG (2019) zur Abstimmung vorgelegt werden. Das genehmigte Vergütungssystem ist nur für folgende abgeschlossene Vorstandsverträge zu berücksichtigen. Bestehende Verträge und somit kontinuierliche Vergütungsverpflichtungen werden hiervon nicht beeinträchtigt (vgl. Bundle 2021).

5.3.3. Gesetze und Richtlinien für Vergütungsberichte deutscher Aktiengesellschaften

Durch die Einführung einer verpflichtenden, jährlichen Abstimmung über den Vergütungsbericht börsennotierter Unternehmen, wurde gleichzeitig die Pflicht zur Erstellung eines Vergütungsberichts etabliert. Dieser Bericht muss die gesamte geschuldete und gewährte Vergütung jedes Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieds der Gesellschaft individuell wiedergeben. Hierbei ist die Gesamtvergütung in ihre einzelnen Bestandteile aufzugliedern. Für jede Komponente muss begründet werden, inwiefern sie der allgemeinen Vergütungspolitik entspricht und den damit verbundenen Zielen dient. Zudem müssen die jährlichen Veränderungen der Vergütung im Vergleich zur Unternehmensleistung und zur Entwicklung der Entlohnung des Vorstands als auch der MitarbeiterInnen dargestellt werden. Dies ist für die letzten fünf Geschäftsjahre verbindlich (vgl. Richtlinie (EU) 2017/828, Art. 9b). Somit sind deutsche Aktiengesellschaften mit der Einführung von ARUG II erstmals dazu verpflichtet, für das nach dem 31.12.2020 beginnende Geschäftsjahr einen Vergütungsbericht zu erstellen und diesem anschließend der Hauptversammlung gemäß §120a Abs. 4 AktG (2019) zur Billigung vorzulegen. Weitere Bestandteile und Anforderungen an die Vergütungsberichte deutscher börsennotierter Gesellschaften sind in dem §162 AktG (2019) geregelt. Der vom Vorstand und Aufsichtsrat gemeinsam erstellte Vergütungsbericht ist nicht mehr Teil des Lageberichts, sondern ein eigenständiges Medium. Er berichtet über die Entlohnung beider Parteien und ist mindestens zehn Jahre auf der Unternehmens-Homepage verfügbar (vgl. ebd.). Der Fokus liegt insbesondere auf der ausführlichen Darstellung der Anwendung von Leistungskriterien in der variablen Vergütung für jedes einzelne Geschäftsjahr. Dabei geht es vor allem um die Transparenz der gewährten als auch geschuldeten Gesamtbezüge für aktive und ehemalige Vorstandsmitglieder (vgl. Grochowitzki et al. 2022). Das VorstAG erweitert die Definition der Gesamtbezüge und nimmt zu den bestehenden Bestandteilen, Gehalt, Gewinnbeteiligung, Aufwandsentschädigungen, Versicherungsentgelte, Provisionen, Nebenleistungen auch die aktienbasierte Vergütung mit auf. Hinzu kommen

Angaben zu etwaigen Abweichungen vom Vorstandsvergütungssystem, ob und wie von der Zurückforderungsmöglichkeit gebraucht gemacht wurde, eine Erläuterung über die festgelegte Maximalvergütung und über den Abstimmungsbeschluss der Hauptversammlung (vgl. Bundle 2021). Es wird eine formelle Prüfung des Vergütungsberichts durch WirtschaftsprüferInnen vorgeschrieben und ersetzt somit die materielle Prüfungspflicht (vgl. AktG 2019, §162).

6. Forschungsstand und Forschungslücke

Der Forschungsstand zu SOP und der Vorstandsvergütung ist breit gefächert und umfasst verschiedene Aspekte aus rechtlicher, internationaler und ökonomischer Perspektive. Zudem wurden einige empirische Untersuchungen zu den Auswirkungen des Vergütungsvotums auf Unternehmenspraktiken und AktionärInnenverhalten durchgeführt. In Bezug auf rechtliche Aspekte leisteten unter anderem L. Bundle, R. Thomas, C. Van der Elst und A. Lafarre bedeutende Beiträge. Sie setzen sich mit den jeweiligen Konzeptionen und der Publizität der Vorstandsvergütung im internationalen Raum und in Deutschland auseinander. Diese Arbeiten bieten wichtige Einblicke in die rechtlichen Rahmenbedingungen und Entwicklungen im Bereich der Vorstandsvergütung und des SOP (vgl. Bundle 2021; Thomas/ Van der Elst 2015; Van der Elst/ Lafarre 2021). Die verschiedenen Arten der Vergütungsabstimmungen und deren Auswirkungen auf die Vergütungssysteme wurden von R. Thomas und C. Van der Elst (2014) in ihrer Studie untersucht. Zudem führten M. Kimbro und D. Xu (2016) eine Forschung über das SOP in den Vereinigten Staaten durch. Diese Arbeiten beleuchten die Vielfalt der SOP-Implementierungen weltweit und liefern Erkenntnisse über deren Wirksamkeit und Relevanz. Empirische Analysen, wie die von S. Balsam und seinen KollegInnen (2016) und M. Behrmann und R. Sassen (2016), untersuchten die Auswirkungen von SOP auf die Vergütungspraktiken und das Abstimmungsverhalten der AktionärInnen in verschiedenen Zeiträumen und Ländern, darunter auch Deutschland. Diese Studien tragen dazu bei, das Verständnis für die Effekte von SOP auf Unternehmenspraktiken und AktionärInnenverhalten zu vertiefen.

Die Forschungslücke der vorliegenden Arbeit liegt im Bereich der SOP-Analyse der DAX-Unternehmen vor und nach der rechtlichen Einführung der Vergütungsabstimmung in Deutschland. Hierbei liegt der Schwerpunkt sowohl auf der Durchführung des Votums als auch den Auswirkungen der einzelnen Vorstandvergütungsbestandteile auf das Abstimmungsverhalten der AktionärInnen in Deutschland. Dabei werden die Veränderungen der Vorstandsvergütung und des SOP durch die Implementierung der neuen Aktionärsrechterichtlinie hervorgehoben. Es besteht der Bedarf, die Auswirkungen des ARUG II auf das Vorstandsvergütungssystem und

den Abstimmungsergebnissen der DAX-Unternehmen zu untersuchen. Diese Lücke umfasst auch die Notwendigkeit von Fallstudien, welche die Kritikpunkte und Wünsche der AktionärInnen bzgl. der Vorstandvergütungssysteme und die darauf eingeleiteten Maßnahmen der DAX-Unternehmen analysieren. Die Aktualität und der Vergleich des SOP vor und nach der Einführung des ARUG II sollen die bereits bestehende Forschung zu den AktionärInnenabstimmungen in Deutschland ergänzen. Zudem wurde bisher die Abstimmung über den Vergütungsbericht der DAX-Unternehmen kaum betrachtet.

7. Forschungsziel und Forschungsdesign

7.1. Forschungsziel und Hypothesenbildung

Das Ziel dieser Forschung ist eine umfassende Analyse der Abstimmungsergebnisse über die Vorstandsvergütung der DAX-Unternehmen von 2016 bis 2022. Dabei liegt der Schwerpunkt nicht primär auf der Vergütungsstruktur, sondern auf den variierenden Ergebnissen der Abstimmungen. Die Arbeit untersucht verschiedene Einflussfaktoren auf das Abstimmungsverhalten der AktionärInnen. Ein Teil hiervon ist die Analyse der Auswirkungen der Einführung von ARUG II auf die Vorstandsvergütung und das dazugehörige SOP. Um das übergeordnete Ziel, die umfassende Analyse der Vergütungspraktiken, der SOP-Praktiken und der Entscheidungen von AktionärInnen in DAX-Unternehmen vor und nach der Einführung von ARUG II zu erreichen, ist die Arbeit in drei Forschungsfragen unterteilt.

Forschungsfrage 1: Wie hat ARUG II das Say on Pay und die Vorstandsvergütung in den DAX-Unternehmen verändert?

Die erste Forschungsfrage dient der Analyse der Auswirkungen der Einführung von ARUG II auf SOP und die Vorstandsvergütung. Hierbei werden die spezifischen Einflüsse gesetzlicher Änderungen auf die genannten Bereiche herausgearbeitet. Die Intention der Einführung von ARUG II liegt unter anderem in der Etablierung einer angemessenen und transparenten Vorstandsvergütung (vgl. Alissa 2015). Anhand der ersten Forschungsfrage soll untersucht werden, ob die Absicht hinter der Einführung der neuen Aktionärsrechterichtlinie erfüllt wurde. Durch detaillierte Untersuchungen der Vergütungsstrukturen der DAX-Unternehmen werden langfristige Entwicklungen und Veränderungen in diesem Bereich identifiziert. Auch die Entwicklung der Vergütungsvoten und das AktionärInnenverhalten stehen im Fokus, um Muster und Trends im Laufe der Jahre zu erfassen.

Forschungsfrage 2: Wovon hängen positive Abstimmungen über Vergütungssystem und -bericht der DAX Unternehmen ab?

Ein weiterer Schwerpunkt liegt auf der Erforschung der Zusammenhänge zwischen den Strukturen der Vorstandsvergütung und den AktionärInnenentscheidungen. Die durch ARUG II erhöhte AktionärInnenbeteiligung an der Vergütungspolitik stößt nicht immer auf Zustimmung. Der enorme Einfluss von StimmrechtsberaterInnen auf das Abstimmungsverhalten der AktionärInnen steht darunter in Kritik (vgl. Copland et al. 2018). Die zweite Forschungsfrage widmet sich den Einflussfaktoren auf das Abstimmungsverhalten der AktionärInnen beim SOP. Um diese zu identifizieren, werden zuerst die Empfehlungen von Proxy Advisory-Firmen bzgl. der Vorstandsvergütung in Deutschland aufgeführt. Die Erfüllung dieser Kriterien führen gemäß der StimmrechtsberaterInnen zu einer Vergütungszustimmung seitens der InvestorInnen (vgl. DIRK 2014). Aufbauend auf den zuvor beschriebenen Empfehlungen werden anschließend drei Hypothesen formuliert, welche anhand von Regressionsanalysen untersucht werden. Somit werden bestimmte Merkmale der DAX-Vergütungssysteme und deren tatsächliche Einflüsse auf das Abstimmungsverhalten der AktionärInnen geprüft. Folgende Hypothesen werden untersucht.

Hypothese 1: Die Angabe der prozentualen Verteilung der Komponenten der Vorstandsvergütung hat Einfluss auf die Abstimmung über das Vorstandsvergütungssystem.

Hypothese 2: Die einzelnen Komponenten der Vorstandsvergütung haben Einfluss auf das Abstimmungsergebnis über das Vorstandsvergütungssystem.

Hypothese 3: Das Abstimmungsergebnis über das Vorstandsvergütungssystem hat Einfluss auf das Abstimmungsergebnis über den Vergütungsbericht.

Die ersten beiden Hypothesen befassen sich mit den Wechselwirkungen und Beziehungen zwischen der Vorstandsvergütungsstruktur und das Abstimmungsergebnis über das Vorstandsvergütungssystem. Die dritte Hypothese befasst sich mit der Abhängigkeit der Abstimmung über den Vergütungsbericht von der Abstimmung über das dazugehörige Vergütungssystem. Die zweite Forschungsfrage soll Einblicke in die Beweggründe der AktionärInnen liefern und somit zu einem tieferen Verständnis der AktionärInnenentscheidungen beitragen.

Forschungsfrage 3: Fallstudien: Untersuchung mehrheitlicher Ablehnungen der Vorstandsvergütungssysteme

Ein weiteres Ziel der Studie besteht in der Untersuchung der Reaktionen der Unternehmen auf negative Abstimmungsergebnisse. Trotz der Einführung von ARUG II bleibt das SOP in Deutschland nur beratend und besitzt keinen bindenden Charakter (vgl. AktG 2019, §120a Abs. 1). Anhand der dritten Forschungsfrage soll untersucht werden, ob und wie die Unternehmen auf die Ablehnung des Vorstandsvergütungssystems durch seine AktionärInnen reagieren. Im Zuge von vier Fallstudien werden die kritisierten Vorstandsvergütungsmodelle, die Beweggründe der InvestorInnen zur Ablehnung als auch die Reaktionen der Unternehmen analysiert. Hierbei sollen Strategien und Maßnahmen untersucht werden, die Unternehmen ergreifen, um auf negative Abstimmungsergebnisse zu reagieren und die Bedürfnisse ihrer AktionärInnen zu integrieren.

7.2. Forschungsdesign

Der Ausgangspunkt dieser Forschung ist die Sammlung quantitativer und qualitativer Daten. Diese werden im Anschluss durch verschiedene Analysemethoden interpretiert, um die relevanten Forschungsfragen zu beantworten. Zu den angewandten Analyseverfahren gehören deskriptive Analysen, Regressionsanalysen sowie abschließend Fallstudien. Im Folgenden wird die Datengrundlage sowie deren Erhebung und die angewandten Analysen im Detail beschrieben.

7.2.1. Datengrundlage

Die Wahl der Datengrundlage für diese Masterarbeit erfolgte unter Berücksichtigung mehrerer entscheidender Faktoren, um eine umfassende und repräsentative Analyse des Themas SOP zu ermöglichen. Der Fokus auf den deutschen Markt ergibt sich aus der globalen wirtschaftlichen Relevanz Deutschlands sowie der aktuellen Einführung des ARUG II. Die Entscheidung, den DAX als Untersuchungseinheit zu wählen, ist motiviert durch dessen Rolle als Leitindex, der die deutsche Marktsituation gut widerspiegelt. Zudem erleichtern die Offenlegungspflichten und Transparenzanforderungen deutscher Aktiengesellschaften die Erhebung relevanter Daten. Die betrachteten Unternehmen in dieser Forschung umfassen die 40 DAX-Unternehmen aus dem Jahr 2022, wie auf der Website von finanzen.net (finanzen.net) angegeben. Es ist jedoch wichtig anzumerken, dass nicht alle Unternehmen in dieser Analyse berücksichtigt werden. Unternehmen wie Siemens Healthineers, Siemens Energy und Daimler Truck, die erst seit 2018,

2020 bzw. 2021 bestehen, werden ausgeschlossen. Ebenso wird die Porsche AG, als neu an der Börse notiertes Unternehmen und Tochterunternehmen des VW-Konzerns, von der Analyse ausgeschlossen, während Porsche Automobil Holding, kurz Porsche SE, Teil der Datenmenge bleibt. Die Qiagen AG wird ebenfalls ausgeschlossen, da das Unternehmen primär gemäß dem niederländischen Gesetz operiert, was einen direkten Vergleich mit den anderen betrachteten Unternehmen erschwert (vgl. Qiagen). Somit werden in der vorliegenden Arbeit 35 der 40 DAX-Unternehmen untersucht. Die Brancheneinteilung erfolgt anhand der Kategorisierung von *boerse.de*, die sechs Industrien umfasst (vgl. *Börse.de*).¹ Dabei wurde bewusst auf die Verwendung von GICS- oder NACE-Sektoren verzichtet, da diese aufgrund der Stichprobengröße keine aussagekräftigen Erkenntnisse ermöglichen würden. Um die Branchenverteilung der Stichprobe zu visualisieren, wird die *Abbildung 3* verwendet.

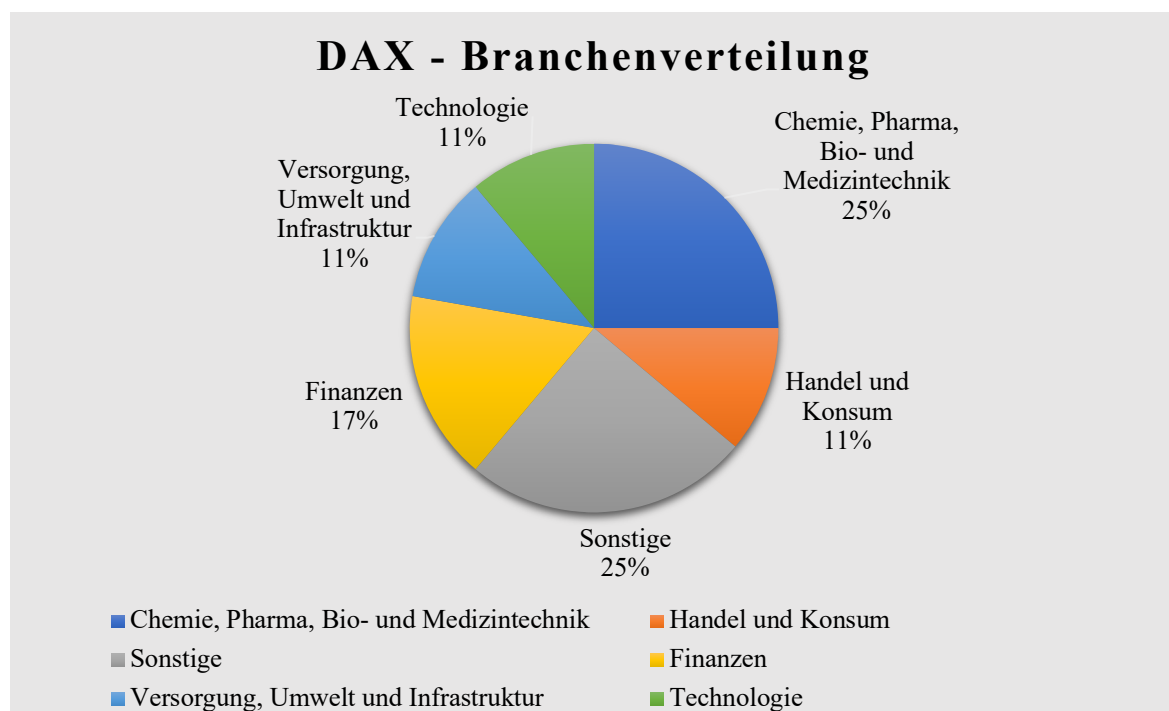


Abb. 3: Branchenverteilung der untersuchten DAX-Unternehmen

Die größte Branche ist die Kategorie „Sonstige“ mit 26 %, welche vorwiegend aus Unternehmen der Automobilindustrie besteht. Direkt danach folgt mit 23 % die Branche „Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik“. Die Finanzbranche ist mit 17 % vertreten und die übrigen drei Branchen belaufen sich auf jeweils 11 %.

¹ Eine genaue Übersicht der zugehörigen Unternehmen zum DAX und ihrer Branchenzuteilung befindet sich im Anhang 1.

Der gewählte Zeitraum erstreckt sich für die Analyse der Abstimmungsergebnisse über die Vorstandsvergütungssysteme in den Hauptversammlungen von 2010 bis 2022 und für die Untersuchung der Vergütungsberichte von 2022 bis 2023. Diese zeitlichen Begrenzungen ermöglichen nicht nur die Analyse umfassender Datensätze, sondern erlauben auch einen Vergleich des SOP und der Vorstandsvergütungssysteme vor und nach der Einführung des ARUG II im Jahr 2019. Die verpflichtende Abstimmung über das Vergütungssystem fand erstmals in Deutschland auf den Hauptversammlungen im Jahr 2021 statt. Das erste gesetzliche Votum über den Vergütungsbericht fand auf den Hauptversammlungen 2022 über die Berichte des Geschäftsjahres 2021 statt.

7.2.2. Sammlung quantitativer und qualitativer Daten

Für die Erhebung sowohl quantitativer als auch qualitativer Daten wurden verschiedene Quellen und Datenbanken herangezogen. Dies schloss die Analyse von unternehmenseigenen Websites, Lage- und Konzernberichten und Vergütungsberichten ein. Ebenso wurden Daten aus den jährlichen Hauptversammlungen zu Abstimmungen und AktionärInnenbriefe berücksichtigt. Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) dient als Datenbank für die Abstimmungsergebnisse über die Vorstandsvergütungssysteme der betrachteten DAX-Unternehmen von 2010 bis 2023 (vgl. DSW). Die quantitativen Daten umfassen unter anderem die AktionärInnenabstimmungsergebnisse über Vergütungsberichte und -systeme der untersuchten DAX-Vorstände.² Die Unterscheidung des Abstimmungsgegenstands ist von besonderer Relevanz, da sie Einblicke in die zeitliche Ausgestaltung der Abstimmungen ermöglicht. Auf den Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften kann es zu zwei verschiedenen Vergütungsabstimmungen gleichzeitig kommen. Das eine SOP betrifft den Vergütungsbericht des vorherigen Geschäftsjahres, welcher die gewährte und gelistete Vorstandsvergütung für das betrachtete Jahr umfasst. Das zweite Vergütungsvotum befasst sich mit dem Vergütungssystem der Gesellschaft. Dieses befindet sich auch in dem Vergütungsbericht des Vorjahres, ist jedoch auch für das aktuelle Geschäftsjahr geltend. Als Beispiel dient die Hauptversammlung 2022, auf der über die gewährte und geleistete Vorstandsvergütung in Form eines SOP über den Vergütungsbericht des Geschäftsjahres 2021 abgestimmt wird. Gleichzeitig kann es zu einem SOP über das bereits geltende oder ab dem Geschäftsjahr 2022 geltende Vorstandsvergütungssystem kommen.

² Eine genau Übersicht der Abstimmungsergebnisse über die Vorstandsvergütungssysteme und die Vergütungsberichte befindet sich in Anhang 2 und Anhang 3.

7.2.3. Analyseverfahren

Die angewandte Forschungsmethode für diese Masterarbeit vereint mehrere wissenschaftliche Ansätze, um ein umfassendes Verständnis der Entwicklung von Vorstandsvergütungssystemen in DAX-Unternehmen und den SOP-Abstimmungsergebnissen der AktionärInnen über den Zeitraum von 2016 bis 2023 zu erlangen. Folgende Forschungsmethoden kamen zum Einsatz: deskriptive Analysen, Regressionsanalysen und abschließend vier Fallstudien. Im Folgenden wird das Vorgehen der verschiedenen Analyseverfahren beschrieben. Die genauen Ergebnisse und deren Bedeutung für die einzelnen Forschungsfragen, sind in dem [achten Kapitel](#) dargestellt.

Deskriptive Analyse

Die gesammelten Daten werden anhand deskriptiver Analyseverfahren visualisiert und interpretiert. Sowohl die Vergütungssysteme der Vorstände als auch die Abstimmungsergebnisse der AktionärInnen werden über die Zeit und die einzelnen Unternehmen hinweg miteinander verglichen. Anhand von Häufigkeitsverteilungen werden zeitliche Veränderungen aufgezeigt und Trends aufgedeckt. Die deskriptive Analyse dient zum Überblick über die SOP-Praktiken und Vorstandsvergütungssysteme der betrachteten DAX-Unternehmen. Es werden Muster identifiziert und besondere Merkmale der Vergütungsmethoden betont, ohne dabei auf Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge einzugehen.

Regressionsanalyse

Die anschließenden Regressionsanalysen dienen zur Untersuchung von Zusammenhängen der gesammelten Daten. Es wird untersucht, inwieweit ein Merkmal auf ein anderes zurückgeführt werden kann (vgl. Tausendpfund 2020). Die in dieser Arbeit angewendeten Regressionen basieren auf folgender linearer Funktion (ebd.:8):

$$y = \alpha + \beta x + \varepsilon$$

Die abhängige Variable y wird durch die Konstante α , den Steigungsparameter β und den Fehlerterm ε beschrieben. Die Einbeziehung des Fehlerterms ist notwendig, da die abhängige Variable selten durch nur eine Variable erklärt werden kann. Die abhängige und unabhängige Variable stehen in einer linearen Beziehung zueinander und der Steigungsparameter β gibt die Stärke des Zusammenhangs an. Er gibt die durchschnittliche Anzahl der Einheiten an, um die

die abhängige Variable steigt oder sinkt, wenn die unabhängige Variable um eine Einheit steigt. Das OLS-Prinzip wird zur Schätzung der Regressionsgleichung angewendet (vgl. Tausendpfund 2020). Die vorausgehende Definition der abhängigen y - und unabhängigen x - Variable ist für die erfolgreiche Regressionsanalyse notwendig und wird anhand der vorformulierten Hypothesen definiert. Basierend auf theoretischen Überlegungen muss festgelegt werden, welche Variablen sich gegenseitig beeinflussen. Zur Beantwortung der zweiten Forschungsfrage wurden verschiedene Regressionsanalysen durchgeführt. In der folgenden *Tabelle 1* ist eine Übersicht der angewandten Variablen dargestellt.

	<i>Regressionsanalyse 1</i>	<i>Regressionsanalyse 2</i>	<i>Regressionsanalyse 3</i>
Hypothese	„Die Angabe der prozentualen Verteilung der Komponenten der Vorstandsvergütung hat Einfluss auf die Abstimmung über das Vorstandsvergütungssystem.“	„Die einzelnen Komponenten der Vorstandsvergütung haben Einfluss auf das Abstimmungsergebnis über das Vorstandsvergütungssystem.“	„Das Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem hat Einfluss auf das Abstimmungsergebnis über den Vergütungsbericht.“
Abhängige Variable y	Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem	Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem	Abstimmungsergebnis über den Vergütungsbericht
Unabhängige Variable x	Angabe der prozentualen Verteilung der Vergütungskomponenten	Fixum/ variable Vergütung/ STI/ LTI	Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem

Tabelle 1: Darstellung der Hypothesen der einzelnen Regressionsanalysen

Das lineare Regressionsmodell wird in der vorliegenden Arbeit um Kontrollvariablen erweitert. Kontrollvariablen sind unter anderem für die Aufdeckung möglicher Störkorrelationen von entscheidender Bedeutung. Ihre Nichtberücksichtigung kann zu einer Verzerrung der Ergebnisse führen (vgl. Döring/ Bortz 2016). Die Branchenzuteilungen dienen in den hier durchgeführten Regressionsanalysen als Kontrollvariablen. Dabei wurden die fünf Branchen: „Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik“, „Finanzen“, „Handel und Konsum“, „Technologie“ und „Versorgung, Umwelt und Infrastruktur“ als separate Dummy-Variablen behandelt. Um das Problem der Multikollinearität zu vermeiden, wurde eine Branche als Referenzkategorie festgelegt. Die Wahl fiel dabei auf die Kategorie „Sonstige“, um eine klare Vergleichsbasis zu schaffen. Diese Kategorie umfasst Unternehmen, die keiner der spezifisch betrachteten

Branchen angehören und beinhaltet gemeinsam mit der Branche „Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik“ die meisten Unternehmen. Die Einbeziehung einer Referenzkategorie verhindert das Auftreten perfekter Multikollinearität, da jede Beobachtung genau einer Branche zugeordnet ist und die Summe aller Dummy-Variablen plus der Referenzkategorie immer eins ergibt. Die Wahl dieser Referenzkategorie ist unbedeutend, es sei denn, es soll aufgrund der Fragestellung eine bestimmte Branche untersucht werden (vgl. Stoetzer 2017). Die Forschungsfragen der vorliegenden Arbeit versuchen keine Branchenunterschiede festzustellen, sondern fokussieren alle DAX-Unternehmen. Die Signifikanz der Branchenzugehörigkeit variierte zwischen den Analysen. Die Ergebnisse zeigen, dass die Branchenzugehörigkeit überwiegend keinen signifikanten Einfluss auf die Beziehung zwischen dem Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem und der prozentualen Verteilung, der festen Vergütung, der variablen Vergütung, der Short-Term Incentives (STI) und der Long-Term Incentives (LTI) hat. Dies deutet darauf hin, dass die festgestellten Zusammenhänge zwischen diesen Variablen und dem Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem unabhängig von der Branche sind. In der dritten Regressionsanalyse, die die Abhängigkeit des Abstimmungsergebnisses über den Vergütungsbericht vom Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem untersucht, zeigen die Ergebnisse ebenfalls keine signifikanten Auswirkungen der Branchenzugehörigkeit. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die gewählten Kontrollvariablen in den Regressionsanalysen angemessen sind, um potenzielle Störvariablen zu berücksichtigen. Die Tatsache, dass die Branchenzugehörigkeit keine signifikanten Auswirkungen auf die untersuchten Beziehungen hat, deutet darauf hin, dass die festgestellten Zusammenhänge robust und branchenunabhängig sind. Zur Überprüfung der linearen Regression wird neben dem Steigungsparameter β auch die Überschreitungswahrscheinlichkeit p auf einem Signifikanzniveau von 5 % getestet. Dieser p -Wert stellt die akzeptierte Fehlerwahrscheinlichkeit dar, bei der die Nullhypothese verworfen wird (vgl. Auer/ Rottmann 2020). Die Signifikanz des Gesamtmodells wird auf der Grundlage des F-Tests bzw. der Varianzanalyse bewertet. Mit dem multiplen Bestimmtheitsmaß R^2 wird ermittelt, inwieweit die Unterschiede in der abhängigen Variable durch Unterschiede in der unabhängigen Variable als Ganzes erklärt werden kann. Das R^2 entspricht dem Verhältnis der Varianz zwischen beobachteten und vorhergesagten Werten. Für Klassifizierungszwecke werden Werte ab 0,02 als gering, ab 0,13 als mäßig und ab 0,26 als stark angesehen (vgl. Bühner/ Ziegler 2017). Die folgende *Tabelle 2* zeigt die Ergebnisse der Bewertungskriterien der

durchgeführten Regressionsanalysen auf.³ Eine Interpretation dieser Kennzahlen findet im Zuge der Analyse der zweiten Forschungsfrage im achten Kapitel statt.

	<i>Beobachtungen</i>	<i>R²</i>	<i>F-Test</i>	<i>β</i>	<i>p-Wert</i>
Regressionsanalyse 1	193	0,1551	0,000019	0,0922	0,000011
Regressionsanalyse 2: Fixum	147	0,1649	0,000267	0,2693	0,002367
Regressionsanalyse 2: variable Vergütung	147	0,1662	0,000243	-0,2882	0,002097
Regressionsanalyse 2: STI	147	0,1103	0,010900	-0,0631	0,530437
Regressionsanalyse 2: LTI	147	0,1798	0,000089	-0,3965	0,000608
Regressionsanalyse 3	32	0,4879	0,006321	1,04792	0,000297

Tabelle 2: Ergebnisse der Untersuchungskriterien der angewandten Regressionsanalysen

Fallstudien

Zusätzlich wurden detaillierte Fallstudien durchgeführt, in der vier Unternehmen genauer betrachtet wurden, bei denen es zu einem negativen Abstimmungsergebnis über das Vorstandsvergütungssystem kam. Als Systemablehnung wird ein Abstimmungsergebnis mit weniger als 50 % Zustimmung gewertet. Betrachtet wurden die 35 untersuchten DAX-Unternehmen im Zeitraum von 2016 bis 2023. Bei vier Unternehmen kam es in dieser Zeitspanne zu einer Ablehnung des Vorstandvergütungssystems seitens der AktionärInnen. Die relevanten Unternehmen und die Abstimmungsergebnisse ihrer Vorstandsvergütungssysteme sind im Folgenden tabellarisch aufgezeigt.

<i>Unternehmen</i>	<i>Branche</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>	<i>2020</i>	<i>2021</i>
Deutsche Bank AG	Finanzen	48,07 %	96,79 %	-	-	-	97,76 %
Merck KGaA	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	-	46,04 %	92,73 %	-	-	87,08 %
Münchener Rück AG	Finanzen	-	34,29 %	92,03 %	-	-	86,25 %
Rheinmetall AG	Sonstige	-	-	-	-	43,14 %	92,61 %

Tabelle 3: Abstimmungsergebnisse der untersuchten Ablehnungen von Vorstandvergütungssystemen der DAX-Unternehmen

³ Eine genaue Übersicht der Excel-Auswertungen der durchgeführten Regressionsanalysen befindet sich in Anhang 4.

Im Zuge der Fallstudien wurden jeweils die vorherigen Vorstandsvergütungssysteme als auch die abgelehnten Systeme analysiert. Kritikpunkte seitens der AktionärInnen wurden erfasst, die Reaktionen der Unternehmen darauf untersucht und schließlich das überarbeitete Vergütungssystem eingehend betrachtet. Diese Fallstudien ermöglichen es, spezifische Aspekte der Vorstandsvergütung im Kontext von AktionärInnenrückmeldungen und Unternehmensreaktionen zu vertiefen und aufschlussreiche Erkenntnisse über die Vergütungspolitik und SOP in Deutschland zu gewinnen.

8. Forschungsergebnisse

Im nachfolgenden Kapitel werden die Ergebnisse der einzelnen Forschungsfragen präsentiert. Hierbei wird der Zeitraum vor und nach der Einführung des ARUG II und damit des gesetzlichen SOP in Deutschland berücksichtigt. Vor der detaillierten Analyse werden zunächst die Kernergebnisse der drei Forschungsfragen zusammengefasst.

Gesetzlich hat ARUG II das SOP in Deutschland eingeführt, jedoch wurden bereits vor der Gesetzeseinführung Abstimmungen bzgl. der Vorstandsvergütung abgehalten. Alle untersuchten Unternehmen haben schon vor der SOP-Pflicht ihre AktionärInnen über ihr Vergütungssystem abstimmen lassen. 71 % der untersuchten DAX-Unternehmen führten im Zeitraum von 2010 bis 2023 mindestens alle vier Jahre eine Abstimmung über ihr Vorstandsvergütungssystem durch. Zudem reagierten alle Unternehmen auch ohne gesetzliche Verpflichtung bei einer Systemablehnung mit einer Überarbeitung ihres Vorstandvergütungssystems. Die ab dem Geschäftsjahr 2021 geltende Pflicht zur Abstimmung über den Vergütungsbericht deutscher Aktiengesellschaften hingegen, ist eine erstmalig eingeführte Praxis durch ARUG II für die Unternehmen. Dabei hängt die Zustimmungsquote zu dem Vergütungsbericht stark positiv von der Zustimmungsquote des dazugehörigen Vergütungssystem ab. Die Forschung zeigt, dass die Einführung des ARUG II zu einer verbesserten Transparenz der Vorstandsvergütung führte. Dies äußert sich durch die gestiegene Angabe der DAX-Unternehmen zu ihren Komponenten des Vorstandvergütungssystems und deren prozentualen Aufteilung. Ein weiterer Teil der Forschung ist die Analyse positiver Auswirkungen auf das Abstimmungsverhalten der AktionärInnen gegenüber dem Vorstandsvergütungssystem. Hierbei steigert die Angabe der prozentualen Verteilung der Vergütungskomponenten die Wahrscheinlichkeit einer positiven Abstimmung. Proxy Advisory-Firmen geben Richtlinien für Unternehmen zur Gestaltung von Vergütungssystemen vor, um Ablehnungen durch AktionärInnen zu vermeiden. Sowohl die *hkp group* als auch *ISS* betonen, dass die Offenlegung und Transparenz des Vorstandsvergütungssystems über die

gesetzlichen Anforderungen hinausgehen sollten, um positive SOP-Ergebnisse zu erhalten (vgl. hkp group; ISS Governance 2024(b)). Die anschließend durchgeführten Fallstudien befassen sich mit den spezifischen Ablehnungsgründen der AktionärInnen und Überarbeitungen der Unternehmen bzgl. ihres Vorstandvergütungssystems. Jede Gesellschaft reagierte mit Systemanpassungen auf die Ablehnung ihrer InvestorInnen. Die verbesserten Vergütungssysteme erhielten daraufhin eine AktionärInnenzustimmung von mehr als 92 %. Die jeweilig angepassten Vergütungssysteme unterscheiden sich in ihren Strukturen und es können keine allgemeinen Aussagen für ein Vergütungssystem, welches die Zustimmung der AktionärInnen garantiert, getroffen werden.

8.1. Forschungsfrage 1: Wie hat ARUG II das Say on Pay und die Vorstandsvergütung in den DAX-Unternehmen verändert?

Der Fokus der Arbeit liegt in der Analyse der SOP-Abstimmungsergebnisse und Strukturen der Vorstandsvergütung der DAX-Unternehmen. Der erste Teil der Untersuchung widmet sich den Auswirkungen der Gesetzeseinführung von ARUG II auf die Vorstandsvergütung und des SOP in den DAX-Unternehmen. Die entsprechende Forschungsfrage hierzu lautet: „Wie hat ARUG II das Say on Pay und die Vorstandsvergütung in den DAX-Unternehmen verändert?“. Die Frage widmet sich der Thematik, ob und in welcher Weise die Einführung des ARUG II Veränderungen in den SOP-Durchführungen der DAX-Unternehmen bewirkt hat. Ebenso wird untersucht, ob das ARUG II Auswirkungen auf die Struktur der Vorstandsvergütung in diesen Unternehmen hatte. Bereits in den vorherigen Kapiteln wurden die rechtlichen Kriterien und Änderungen im Zusammenhang mit dem ARUG II beschrieben. Es ergibt sich die Frage, ob die Ansprüche des ARUG II bzgl. SOP und/oder Vorstandsvergütung bereits vor der Einführung erfüllt wurden. Das genaue Vorgehen dieser Analyse umfasst zunächst die Untersuchung der Veränderungen in der Vorstandsvergütungspolitik der DAX-Unternehmen vor und nach der Einführung des ARUG II. Anschließend werden die Auswirkungen des ARUG II auf die AktionärInnenbeteiligung im Rahmen von SOP analysiert.

8.1.1. Vergütungsbericht und Transparenz der DAX-Vorstandsvergütung

Zunächst liegt der Fokus auf der Transparenz der Vorstandsvergütung der DAX-Unternehmen und auf mögliche positive Auswirkungen des ARUG II. Für die Geschäftsjahre 2016 bis 2022 wurde zunächst überprüft, ob alle betrachteten Unternehmen einen Vergütungsbericht als Teil ihres Konzern- und Lageberichts angegeben und diesen auf ihrer Website zur Verfügung gestellt haben. Darauf aufbauend erfolgte eine vertiefte Analyse des Einflusses von AURG II auf die

Transparenz der einzelnen Bestandteile der Vorstandsvergütung. Hierbei wurde die prozentuale Aufteilung der festen und variablen Vergütung sowie der variablen Vergütung in STI und LTI betrachtet. Aus den Einzelangaben der 35 Unternehmen wurde ein DAX-Durchschnitt gebildet, der repräsentativ für die Unternehmen steht. Bereits vor der neuen Aktionärsrechterichtlinie gaben alle Unternehmen einen Vergütungsbericht als Teil ihres Konzern- und Lageberichts an. Seit der Einführung von ARUG II wurde dieser auf der Unternehmenswebsite von allen Unternehmen gesondert aufgeführt. Somit hat sich die Verfügbarkeit des Berichts nicht erhöht. Die zweite Aktionärsrechterichtlinie hat jedoch die inhaltliche Nachvollziehbarkeit verbessert. Mit der Einführung von ARUG II im Jahr 2019 wurde eine Steigerung in der Angabe der prozentualen Verteilung der Vergütungskomponenten festgestellt, was zu einer erhöhten Transparenz führt.

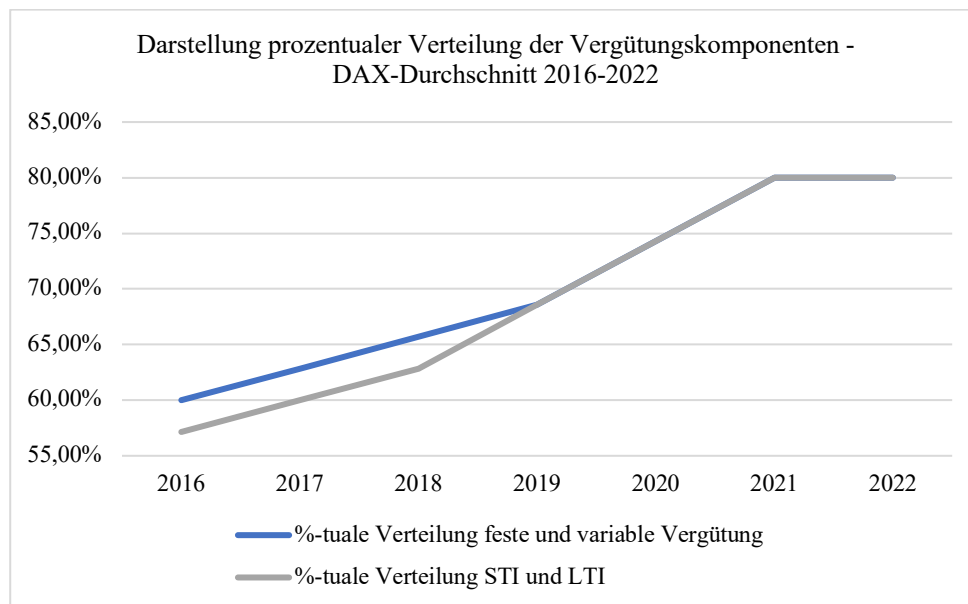


Abb. 4: Darstellung der Angabe der prozentualen Verteilung der Vergütungskomponenten im DAX-Durchschnitt für die Geschäftsjahre 2016 bis 2022

Wie in *Abbildung 4* zu sehen ist, stieg die Angabe der prozentualen Aufteilung der festen und variablen Bestandteile der Vorstandsvergütung um ungefähr 20 % von 2016 bis 2022. Für das Geschäftsjahr 2016 gaben 60 % der untersuchten DAX-Unternehmen die Aufteilung der Vergütung in feste und variable Vergütung in Prozenten an, während es für 2022 knapp 80 % waren. Es kann ein kontinuierlicher Anstieg bis zum Geschäftsjahr 2021 verzeichnet werden. Der signifikante Anstieg im Jahr 2019, sichtbar durch einen Knick in der Funktion, kann auf die Einführung von ARUG II zurückgeführt werden. ARUG II zielt auf eine „klare und verständliche“

Vergütungspolitik (Richtlinie (EU) 2017/828, Art. 9a), was die Anforderung impliziert, die festen und variablen Vergütungsbestandteile detailliert zu beschreiben.

Ebenso wurde eine Zunahme der Darstellung der prozentualen Verteilung der STI und LTI in den Geschäftsjahren 2016 bis 2022 um mehr als 20 % festgestellt. Die *Abbildung 4* zeigt, dass für das Geschäftsjahr 2016 knapp 57 % der untersuchten DAX-Unternehmen die prozentuale Verteilung der variablen Vergütung in STI und LTI angegeben haben, während es für 2022 80 % waren. Ein kontinuierlicher Anstieg bis 2021 ist zu beobachten, wobei ein größerer Anstieg für das Geschäftsjahr 2018, ebenfalls durch einen Knick in der Funktion gekennzeichnet, als Vorbereitung auf ARUG II interpretiert werden kann. Die Systeme wurden transparenter, um auf die Abstimmung des SOP vorbereitet zu sein. ARUG II fordert unter anderem eine langfristige und nachhaltige Vergütungspolitik (vgl. AktG 2019, §87 Abs. 1). Die Angabe der prozentualen Aufteilung der STI und LTI kann so gedeutet werden, dass die Unternehmen den InvestorInnen beweisen möchten, dass die Vergütung auf einen langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtet ist (vgl. Bundle 2021).

Schlussfolgernd ist anzumerken, dass bis 2019 die Angabe der prozentualen Aufteilung in feste und variable Vergütung stets über der prozentualen Angabe der STI und LTI lag. Es existieren Unternehmen, die zwar die Verteilung in feste und variable Vergütungsbestandteile prozentual im Vergütungsbericht angeben, jedoch nicht auf die genaue Aufteilung der variablen Vergütung in STI und LTI eingehen. Ab der Einführung von ARUG II, kam es hier zu keiner Unterscheidung mehr. Für die Geschäftsjahre 2021 und 2022 wurde jedoch kein weiterer Anstieg verzeichnet. Der beschriebene Verlauf zeigt, dass die Transparenz der Bestandteile und ihrer prozentualen Aufteilung durch die Einführung von ARUG II verbessert wurde.

8.1.2. Langfristige Ausrichtung und leistungsbezogene Vergütung

Um weitere Veränderungen durch die Einführung von ARUG II auf die Vorstandsvergütung der DAX-Unternehmen zu untersuchen, wurden die langfristige Ausrichtung und die leistungsbezogene Vergütung der Vorstände betrachtet. Zunächst wurde analysiert, ob sich die Verteilung der Komponenten der Vorstandsvergütung durch die Einführung von ARUG II verändert hat. Hierbei wurde insbesondere auf Unterschiede in der prozentualen Verteilung der festen und variablen Vergütung sowie der STI und LTI geachtet. Die Untersuchungseinheit bilden die Unternehmen, die in der vorherigen Analyse Angaben zu der prozentualen Vergütungs aufteilung tätigten. Die folgende *Abbildung 5* zeigt die Aufteilung der Vorstandsvergütung prozentual in festen und variablen Komponenten und die *Abbildung 6* in STI und LTI.

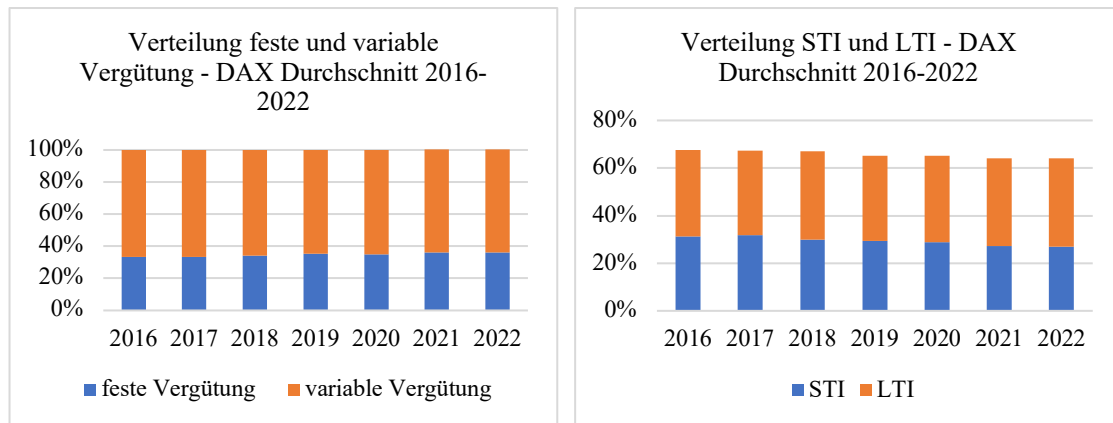


Abb. 5: Verteilung der festen und variablen Vergütung – DAX-Durchschnitt 2016 bis 2022

Abb. 6: Verteilung der STI und LTI – DAX-Durchschnitt 2016 bis 2022

Die Ergebnisse der Analyse zeigen, dass die prozentuale Verteilung von fester und variabler Vergütung für die Geschäftsjahre 2016 bis 2022 relativ stabil blieb. Für das Geschäftsjahr 2016 betrug die Aufteilung der Vergütung des DAX-Durchschnitt 33 % für feste und 67 % für variable Vergütungsbestandteile. Der DAX-Durchschnitt besteht im Geschäftsjahr 2016 aus 21 Unternehmen und im Jahr 2022 aus 28 Unternehmen. Bis 2022 kam es zu einer leichten Verschiebung der Vergütungsstruktur und die Vorstandsvergütung im DAX-Durchschnitt bestand zu 36 % aus festen und zu 64 % aus variablen Komponenten. Es lässt sich eine leichte Tendenz zu einem steigenden Fixum und einer abnehmenden variablen Vergütung über die Jahre erkennen. Der Unterschied ist jedoch nicht gravierend.

Hinsichtlich der prozentualen Verteilung von STI und LTI zeigt sich eine fast ausgeglichene Verteilung für das Geschäftsjahr 2016 mit 31 % für STI und 36 % für LTI. Über die Jahre ist eine leichte tendenzielle Verschiebung hin zu LTI zu beobachten, wobei für das Geschäftsjahr 2022 eine prozentuale Verteilung von 27 % für STI und 37 % für LTI verzeichnet wurde. Dies entspricht einer langfristigen Ausrichtung und erfüllt die Vorstellungen und Empfehlungen des ARUG II.

Schlussfolgernd wird deutlich, dass keine signifikanten Veränderungen im Bereich der leistungsbezogenen Vergütung und langfristigen Ausrichtung erkennbar sind. ARUG II hat demnach keine grundlegenden Veränderungen in diesem Bereich bewirkt. Die Stabilität in der prozentualen Verteilung der Vergütungskomponenten weist darauf hin, dass die Unternehmen bereits vor der Einführung von ARUG II entsprechende Strukturen etabliert hatten, die den Anforderungen des Gesetzes entsprachen. Die Empfehlung des DCGK, dass die langfristige variable Vergütung einen größeren Anteil als die kurzfristige variable Vergütung darstellt (vgl. Bundle 2021), wird im DAX-Durchschnitt im gesamten Zeitraum erfüllt.

8.1.3. AktionärInnenbeteiligung

In diesem Abschnitt liegt der Fokus auf der AktionärInnenbeteiligung, insbesondere im Hinblick auf die Abstimmungsrechte über den Vergütungsbericht und das Vergütungssystem der Vorstände. Bei der Analyse der Abstimmung über das Vergütungssystem wurde der Zeitraum von 2010 bis 2023 betrachtet. Es wurde untersucht, wie viele DAX-Unternehmen ein SOP über das Vorstandsvergütungssystem durchführten, mit welcher Regelmäßigkeit und wie die Ergebnisse im Verlauf der Jahre ausfielen. Das gleiche Vorgehen wurde auch für die Abstimmungen über den Vergütungsbericht unternommen.

SOP – Vergütungssystem: Anzahl der SOP

Die nachstehende *Abbildung 7* zeigt die Anzahl an Abstimmungen über das Vergütungssystem der untersuchten DAX-Unternehmen auf den Hauptversammlungen 2010 bis 2023.

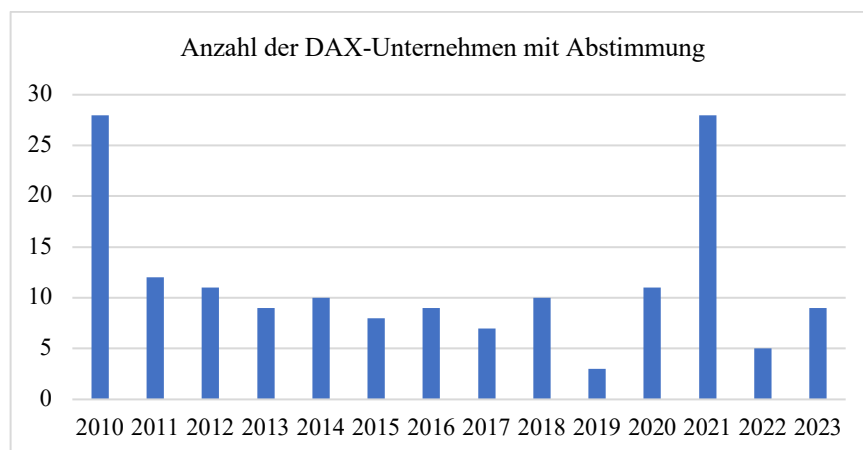


Abb. 7: Anzahl der durchgeführten Abstimmungen über das Vorstandsvergütungssystem der DAX-Unternehmen von 2010 bis 2023

In jedem Jahr des untersuchten Zeitraums wurden Abstimmungen über die Vorstandsvergütung durchgeführt, mit besonderen Höhepunkten in den Jahren 2010 und 2021. Dies beweist, dass die Anwendung von SOP bzgl. des Vergütungssystems durch ARUG II keine innovative Entwicklung darstellt und bereits vor der Implementierung des Gesetzes vorgenommen wurde. Im Jahr 2010 wurde eine signifikant hohe Abstimmungsanzahl registriert, wofür mehrere mögliche Gründe identifiziert werden können. Hierzu zählen die im Jahr 2004 von der EU-Kommission ausgesprochene bindende Empfehlung zur Abstimmung über die Vergütung der Vorstandsmitglieder sowie die Einführung des Vorstandsvergütungsgesetzes VorstAG im Jahr 2009. Die neue Gesetzesbestimmung besagt, dass eine fakultative Abstimmung über die Vorstandsvergütung nach §120 Abs. 4 AktG (2019) möglich, jedoch nicht verpflichtend ist. Somit

föhrte das VorstAG eine erste gesetzliche Bestimmung für ein optionales SOP in Deutschland ein, um eine langfristige Übereinstimmung zwischen Vergütung und Unternehmenserfolg zu gewährleisten. Obwohl das Votum nach VorstAG freiwillig und nicht bindend war, beeinflusste es die Praxis der Abstimmung über die Vorstandsvergütung deutlich. Auf der Hauptversammlung 2021 erreichte die Anzahl der Abstimmungen aufgrund der Einführung des ARUG II erneut einen Höhepunkt. Alle Aktiengesellschaften, die nicht in den letzten drei Jahren ein SOP über ihr geltendes Vorstandsvergütungssystem oder Anpassungen daran vornahmen, waren auf der Hauptversammlung 2021 zu einer Abstimmung über das Vergütungssystem verpflichtet. Somit führten in diesem Jahr knapp 80 % der untersuchten DAX-Unternehmen eine Abstimmung durch. Jedoch auch bereits vor der gesetzlichen SOP-Verpflichtung, hatten 100 % der DAX-Unternehmen bereits in den vorherigen Hauptversammlungen mindestens einmal über ihr Vergütungssystem abgestimmt. In den folgenden Jahren 2022 und 2023 nahm die Anzahl der Abstimmungen wieder ab und erreichte ein ähnliches Niveau wie in den Jahren 2011 bis 2020. Eine jährliche Abstimmung über das Vergütungssystem wurde nicht gefordert. Somit war der Höhepunkt im Jahr 2021 ausschließlich auf die gesetzliche Einführung zurückzuführen und stellte keine neue Praxis des SOP über das Vergütungssystem dar, das bereits seit der Hauptversammlung 2010 existierte, wenn auch nicht gesetzlich verpflichtend. Auffällig ist die geringe Abstimmungsanzahl im Jahr 2019; in diesem Jahr führten nur drei Unternehmen ein SOP durch. Die durchgeführten Abstimmungen erzielten dabei überwiegend positive Zustimmungsraten, mit 92,11 % für die Allianz AG, 93,37 % für Heidelberg Materials und 97,87 % für die Mercedes Benz Group. Das ARUG II wurde im Jahr 2019 eingeföhrt und verlangte eine erste verpflichtende Abstimmung über das Vorstandsvergütungssystem auf der Hauptversammlung 2021. Neben den SOP-Regelungen traten neue Anforderungen an die Vergütungspolitik geltend ab dem Geschäftsjahr 2020 mit der Gesetzeseinföhderung des ARUG II in Kraft und die Unternehmen mussten dementsprechend ihre Vergütungsstrukturen anpassen. Die genauen Bestimmungen wurden bereits in den vorherigen Kapiteln aufgezeigt. In den übrigen Jahren zwischen 2011 und 2020 führten jedes Jahr knapp 27 % der untersuchten DAX-Unternehmen ein SOP über das Vergütungssystem durch.

SOP – Vergütungssystem: Regelmäßigkeit der SOP

Auch die gesetzliche Regelmäßigkeit des SOP über das Vergütungssystem laut ARUG II repräsentiert keine signifikante Neuerung. Gemäß der Richtlinie müssen die deutschen börsennotierten Unternehmen mindestens alle vier Jahr oder bei grundlegenden Veränderungen eine AktionärInnenabstimmung über ihr Vorstandsvergütungssystem abhalten (vgl. AktG 2019, §120a Abs. 1). Wie in der nachfolgenden *Abbildung 8* zu sehen ist, kam es bereits vor der Einführung von ARUG II zu regelmäßigen Abstimmungen der untersuchten DAX-Unternehmen. Die nachstehende *Abbildung 8* zeigt die Häufigkeit der durchgeführten Abstimmungen über das Vorstandsvergütungssystem der DAX-Unternehmen auf den Hauptversammlungen 2010 bis 2023.

Regelmäßigkeit an Abstimmungen der DAX-Unternehmen 2010-2023

	< 3 Jahre	< 4 Jahre	< 5 Jahre	< 6 Jahre	< 7 Jahre
Anzahl Unternehmen	17	24	32	32	34
%-tualer Anteil vom DAX	50%	71%	94%	94%	100%

Abb. 8: Kumulierte Anzahl der Abstimmungen der untersuchten DAX-Unternehmen im Zeitraum von 2010 bis 2023

Im untersuchten Zeitraum führten bereits 50 % der untersuchten DAX-Unternehmen alle drei Jahre oder sogar häufiger eine Abstimmung über ihr Vorstandsvergütungssystem durch, während 71 % dies mindestens alle vier Jahre taten. Alle DAX-Unternehmen führten bereits vor der Einführung von ARUG II Abstimmungen über das Vorstandsvergütungssystem durch.

SOP – Vergütungssystem: Zustimmungssquote der SOP

Zudem lässt sich in der Abstimmungshöhe des DAX-Durchschnitts keine deutliche Veränderung durch ARUG II erkennen. Im Schnitt schwankt die Zustimmungssrate der AktionärInnen zum Vorstandsvergütungssystem der untersuchten Unternehmen zwischen 85 % und 95 %, wie in der unten angeführten *Abbildung 9* sichtbar ist.

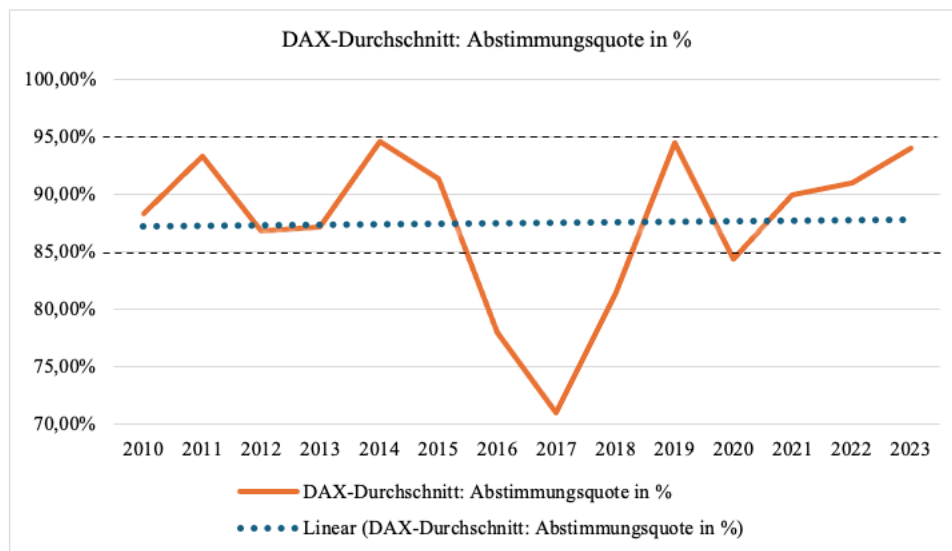


Abb. 9: Durchschnittliche Zustimmungssquoten der Abstimmungssergebnisse über das Vergütungssystem der DAX-Vorstände von 2010 bis 2023

Die Jahre 2016 bis 2018 zeigen eine schwächere Zustimmung als in den anderen Jahren. Knapp 65 % der durchgeführten SOP lagen unter dem Schwankungsrahmen von 85 % bis 95 %. Im Jahr 2017 erreichte der DAX-Durchschnitt mit knapp 71 % Zustimmungssquote seinen Tiefpunkt. Der Grund für die vergleichsweise geringe Quote liegt darin, dass im Jahr 2017 zwei Vergütungssysteme von den AktionärInnen abgelehnt wurden. Die Vorstandsvergütungspolitik von Merck KGaA erreichte nur eine Zustimmung von 46,04 % und die der Münchener Rück AG sogar nur 34,29 %. Wenn die beiden abgelehnten Systeme nicht beachtet werden, kommt es zu einer durchschnittlichen Zustimmungssquote der restlichen Unternehmen von knapp 83 %. Auch im Jahr 2016 kam es zu einer Systemablehnung durch die Hauptversammlung der Deutschen Bank AG mit knapp 52 %. Die anschließenden Fallstudien befassen sich intensiver mit den abgelehnten Systemen. Nach dem Tief im Jahr 2017 stiegen die Zustimmungssquoten in den zwei darauffolgenden Jahren wieder an. Auf den Hauptversammlungen 2019 erreicht der Graph seinen Höhepunkt mit 94,45 % Zustimmung. Hier ist jedoch zu beachten, dass wie bereits erwähnt nur drei Unternehmen eine Abstimmung über ihr Vorstandsvergütungssystem abhielten und alle drei mehr als 90 % Zustimmung von ihren AktionärInnen erhielten.

SOP - Vergütungsbericht

Abstimmungen über das Vergütungssystem der Vorstände waren somit durch die Einführung von ARUG II keine neue Praxis für die deutschen börsennotierten Unternehmen. Anders sieht es jedoch hinsichtlich des Vergütungsberichts aus. Eine Abstimmung über den Vergütungsbericht der Aktiengesellschaften wurde erstmals auf den Hauptversammlungen 2022 für den Bericht des Geschäftsjahrs 2021 durchgeführt.

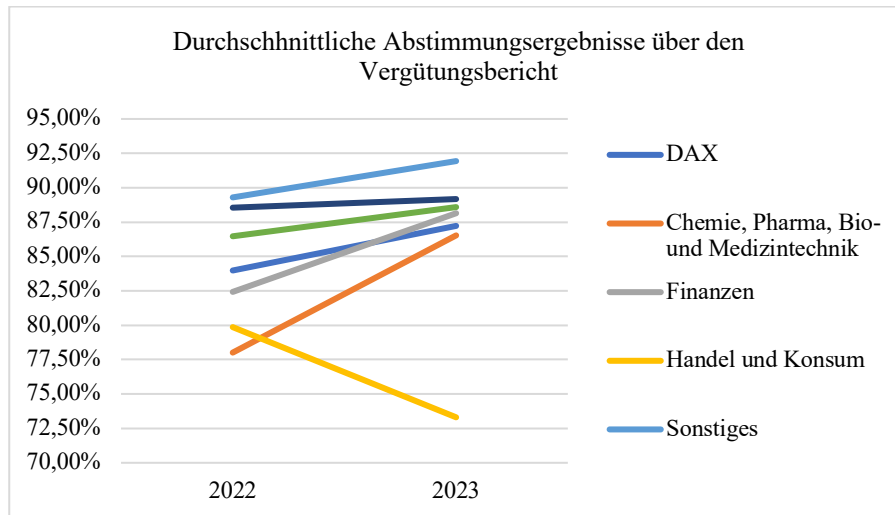


Abb. 10: Durchschnittliche Zustimmungsquoten zum Vergütungsbericht der DAX-Unternehmen von 2022 und 2023

Die Abbildung 10 zeigt, dass die Zustimmungsraten auf den Hauptversammlungen von 2022 zu 2023 in allen Branchen stiegen, mit Ausnahme der Branche „Handel und Konsum“. Der DAX-Durchschnitt lag im Jahr 2022 bei 83,98 % Zustimmung zum Vergütungsbericht des Geschäftsjahrs 2021. Die durchschnittliche Zustimmung stieg im darauffolgenden Jahr auf 87,23 % für den Vergütungsbericht des Geschäftsjahrs 2022. In beiden Jahren kam es bei den meisten DAX-Unternehmen zu hohen Zustimmungsquoten ihrer AktionärInnen und nur 20 % der untersuchten Unternehmen erhielten eine Zustimmungquote von weniger als 70 %. Die Abstimmungsergebnisse der Branche „Sonstige“ liegen in beiden Jahren über dem DAX-Durchschnitt. Bei den untersuchten DAX-Unternehmen kam es nur zu einer Ablehnung des Vergütungsberichts. Die AktionärInnen der Bayer AG lehnten den Vergütungsbericht des Geschäftsjahrs 2021 mehrheitlich mit einer Zustimmungquote von 24,11 % ab. In der Branche „Handel und Konsum“ fiel die Zustimmung von 79,87 % auf 73,31 %, wobei dies vor allem auf die geringe Zustimmungquote der Unternehmen Adidas (67,90 %) und Zalando (55,82 %) zurückzuführen ist. Im Allgemeinen fällt diese Branche mit Zustimmungsquoten von 79,87 % im Jahr 2022 und 73,31 % im Jahr 2023 zum Vergütungsbericht unter den DAX-Durchschnitt.

8.1.4. Fazit der ersten Forschungsfrage

Die Einführung des ARUG II im Jahr 2019 bewirkte eine Zunahme der Angabe der prozentualen Verteilung der Vergütungskomponenten, was zu einer gesteigerten Transparenz führte. Mit den gesetzlichen Neuerungen stieg sowohl die Offenlegung der Unternehmen bzgl. ihrer prozentualen Aufteilung der Vorstandsvergütung in feste und variable Bestandteile als auch die Angabe der variablen Vergütung in STI und LTI. Es ist festzustellen, dass bis 2019 die prozentuale Aufteilung in feste und variable Vergütung stets höher lag als die prozentuale Angabe der STI und LTI, jedoch seit der Einführung des ARUG II hier keine Unterscheidung mehr erfolgt. Schlussfolgernd zur SOP-Praxis in Deutschland ist festzustellen, dass Abstimmungen über das Vergütungssystem bereits vor der Einführung von ARUG II in den DAX-Unternehmen stattfanden und die Regelmäßigkeit dabei gegeben war. ARUG II hat in diesem Bereich keine signifikanten Veränderungen bewirkt, aber die Vergleichbarkeit zwischen den Unternehmen erleichtert, da beispielsweise im Jahr 2021 knapp 80 % der untersuchten DAX-Unternehmen eine Abstimmung über ihr Vorstandsvergütungssystem abhielten. Die Abstimmung über den Vergütungsbericht wurde durch ARUG II neu eingeführt und war vorher nicht in Deutschland üblich. Die Ergebnisse der Abstimmungen sind von der ersten zur zweiten Durchführung gestiegen, mit Ausnahme der Branche „Handel und Konsum“. In beiden Jahren wurde nur ein Vergütungsbericht von den AktionärInnen abgelehnt, der der Bayer AG auf der Hauptversammlung 2022 mit einer Zustimmungsquote von 24,11 %. Weitere Aussagen hinsichtlich der Abstimmungen über den Vergütungsbericht der Unternehmen sind aufgrund der erst zweimaligen Durchführung schwierig zu treffen.

8.2. Forschungsfrage 2: Wovon hängen positive Abstimmungen über Vergütungssystem und -bericht der DAX-Unternehmen ab?

Die zweite Forschungsfrage widmet sich dem Abstimmungsverhalten der AktionärInnen. Es werden verschiedene Faktoren analysiert, die sich positiv auf die Vergütungsabstimmungen auswirken. Zu Beginn werden die Empfehlungen etablierter Stimmrechtsberatungen bzgl. der Vergütungssysteme und -berichte analysiert. Anschließend werden gewisse Vergütungsbestandteile und deren Auswirkungen auf die Zustimmungen der AktionärInnen untersucht.

8.2.1. Abstimmungs-Richtlinien und Proxy Advisory-Firmen

In diesem Abschnitt wird die Abhängigkeit positiver SOP-Ergebnisse von den Empfehlungen etablierter Proxy Advisory-Firmen bzgl. der Vergütungspolitik analysiert. Diese Empfehlungen dienen als Leitfaden für Unternehmen, um AktionärInnenzustimmungen zu gewinnen.

Zunächst erfolgt eine kurze Einführung in die Rolle der StimmrechtsberaterInnen und ihre Einflüsse auf die Vergütungsvoten. Durch den steigenden AktionärInnenaktivismus, Internationalisierung der AktionärInnenstrukturen und der wachsenden Bedeutung von institutionellen InvestorInnen, kam es in den letzten Jahren zu einem Wachstum der Proxy Advisory-Firmen. (vgl. DIRK). Diese Firmen beraten InvestorInnen zu wichtigen Unternehmensentscheidungen, wie Fusionen und Übernahmen, DirektorInnenwahlen, Vergütung von Führungskräften und Corporate Governance Politik. Die Empfehlungen der StimmrechtsberaterInnen haben einen wesentlichen Einfluss auf das SOP (vgl. Malenko/ Shen 2016). InvestorInnen verlassen sich zunehmend auf das Urteil der BeraterInnen, anstelle unabhängiger Governance-Forschungen durchzuführen (vgl. Copland et al. 2018). Studien beschäftigen sich vermehrt mit der Intensität des Einflusses der Proxy Advisory-Firmen. Diese zeigen, dass besonders *ISS*, eine der bekanntesten Beratungsfirmen weltweit, einen enormen Einfluss auf das Vergütungsvotum hat (vgl. Malenko/ Shen 2016). „Im Vergleich zu positiven Empfehlungen reduzieren negative *ISS*-Empfehlungen den Prozentsatz der Stimmen für Vergütungsvorschläge um etwa 25 Prozentpunkte.“ (ebd. 2016: 26). Die genaue Funktionsweise und Intensität der Beeinflussung steht nicht im Fokus dieser Arbeit, allerdings ist allgemein anerkannt, dass StimmrechtsberaterInnen einen signifikanten Einfluss auf AktionärInnen und deren Abstimmungsverhalten haben (vgl. Copland et al. 2018). Eine positive Bewertung der Vergütung durch StimmrechtsberaterInnen zieht mit großer Wahrscheinlichkeit positive Reaktionen der AktionärInnen nach sich. Im Fokus der Analyse stehen, die konkreten Empfehlungen dieser Proxy Advisory-Firmen. Die Kriterien, nach denen die BeraterInnen ihre Zustimmung zur Vergütungspolitik geben, werden untersucht. Aktiengesellschaften haben demnach großes Interesse daran, sich an diese Richtlinien zu orientieren, um breite Zustimmung zu erhalten.

Beratungsfirmen legen klare Richtlinien in Form von sogenannten *Voting Guidelines* fest, die Unternehmen bei der Ausgestaltung ihrer Vergütungssysteme befolgen sollten. Insbesondere das US-amerikanische Unternehmen *ISS* ist weltweit führend und spielt auch in Deutschland eine wichtige Rolle (vgl. DIRK). Die vorliegende Arbeit konzentriert sich auf die Richtlinien von *ISS*, da es sich um den Marktführer handelt. Zusätzlich werden Empfehlungen der *hkp group* berücksichtigt, ein Beratungsunternehmen, das auf die Bereiche Vergütung, Performance und Talentmanagement im deutschen Raum spezialisiert ist (vgl. *hkp group*). Die Erfüllung der rechtlichen Voraussetzung an die Vergütungspolitik wurde bereits in dem [fünften Kapitel](#) beschrieben und wird für alle deutschen börsennotierten Unternehmen als gegeben angesehen. Das Rahmenwerk für die Gestaltung und Verwaltung der Vorstand- und Aufsichtsratsvergütung

gemäß *ISS (2024 (a))* besteht aus fünf Hauptkriterien: „Pay-for-Performance, Vermeidung von Vergütung von Misserfolg, Unabhängiger und effektiver Vergütungsausschuss, klare und umfassende Offenlegung der Vergütung, angemessene Vergütung für nicht-exekutive Aufsichtsratsmitglieder“. Das fünfte Hauptkriterium bezieht sich nicht auf die Vorstandsvergütung und wird somit in dieser Arbeit nicht beachtet.

Pay-for-Performance

Die Vergütung sollte sich an der langfristigen Wertschöpfung für die AktionärInnen orientieren. Dies bedeutet, dass die Vergütung der Vorstandsmitglieder eng mit der Leistung des Unternehmens verknüpft sein sollte. Dabei spielen verschiedene Faktoren eine wichtige Rolle, darunter der Zusammenhang zwischen Vergütung und Leistung, das Gleichgewicht zwischen festen und variablen Bezügen, Leistungsziele und die Kosten von aktienbasierten Vergütungsplänen. Wenn die Vorstandsvergütung nicht ausreichend an deren Leistung geknüpft ist, empfiehlt *ISS* eine Ablehnung des Vergütungssystems (vgl. *ISS Governance 2024 (a)*). Die variable Vergütung sollte an Leistungskriterien gebunden sein, die rational messbar und einfach verständlich sind. Zudem sollten sie nicht ausschließlich von der Aktienkursentwicklung oder allein nach Ermessen des Aufsichtsrats gewährt werden (vgl. *hkp group*). *ISS* verwendet bei der Pay-for-Performance-Bewertung sowohl eine Peer Group Ausrichtung als auch eine absolute Ausrichtung. Dabei wird die Gesamtvergütung des Vorstands mit der der Vergleichsgruppe gegenübergestellt, sowohl in einem bestimmten Zeitraum als auch über die Jahre hinweg. Die *hkp group* betont ebenfalls, dass der unzureichende Zusammenhang von Leistung und Vergütung einer der wichtigsten Ablehnungsgründe der AktionärInnen ist (vgl. Grochowitzki 2022).

Vermeidung von Vergütung für Misserfolg

Das Vergütungssystem für Vorstandsmitglieder sollte keine Anreize für die ManagerInnen schaffen, Misserfolge zu erzielen. Daher ist es wichtig, lange und unbefristete Verträge sorgfältig zu prüfen. Zudem sollten übermäßige und garantierte Vergütungen vermieden werden, um die Zustimmung der *ISS* zu erhalten (vgl. *ISS Governance 2024 (a)*).

Unabhängiger und effektiver Vergütungsausschuss

Ein weiteres Kriterium der *ISS* ist ein unabhängiger und effektiver Vergütungsausschuss. Bei der Gestaltung des Vergütungssystem für Vorstandsmitglieder sollten börsennotierte Unternehmen unabhängige Mitglieder einbeziehen. Diese sollten die erforderlichen Fähigkeiten, Kenntnisse und Erfahrungen zur Überwachung von Führungsvergütungsprogrammen haben. Zudem

sollte bei Bedarf externe und unabhängige BeraterInnen hinzugezogen werden. Dies gewährleistet den InvestorInnen eine neutrale und unabhängige Entlohnung der Vorstände (vgl. ISS Governance 2024 (a)). Aber nicht nur der Vergütungsausschuss, sondern auch der Vorstand selbst sollte unabhängig sein. Dadurch soll sichergestellt werden, dass dieser befähigt und motiviert ist, um die Leistung und Vergütung des gesamten Managements zum Nutzen aller AktionärInnen effektiv zu überwachen (vgl. ISS Governance 2024 (b)).

Klare und umfassende Offenlegung der Vergütung

Um eine gewissenhafte Einschätzung der Vorstandsvergütung zu ermöglichen, ist es notwendig das Unternehmen den AktionärInnen eine zeitnahe und transparente Offenlegung zu den angewandten Praktiken zur Verfügung zu stellen. Je genauer dieser Bericht und das angewendete System beschrieben sind, desto einfacher ist eine faire Bewertung für die InvestorInnen möglich (vgl. ISS Governance 2024 (a)). Ein einfaches Verständnis der Schlüsselemente des Vorstandsvergütungssystems wirkt sich positiv auf die Abstimmung aus (vgl. ISS Governance 2024 (b)). Auch die *hkp group* betont die Bedeutung der Transparenz bei den Vergütungskomponenten. Eine Studie der Beratungsfirma im Jahr 2022 hat gezeigt, dass 60 % der untersuchten Unternehmen für eine ungenügende Beschreibung ihrer Leistungskriterien kritisiert wurden. Laut der *hkp group* erwarten InvestorInnen eine Offenlegung von Ziel-, Schwellen- und Ist-Werten zu den einzelnen Leistungskriterien der variablen Vergütung. Des Weiteren wirkt sich eine umfassende Offenlegung der Zielerreichung positiv auf das Stimmverhalten aus (vgl. *hkp group*).

Neben den Hauptkriterien gemäß ISS wirken sich weitere Faktoren auf die Vergütungsvoten aus. Dazu gehören die Rechenschaftspflicht der Unternehmen gegenüber ihrer InvestorInnen, die Integration von ESG-Kriterien in die Vorstandsvergütung und die tatsächliche Vergütungshöhe. Die *ISS Governance Voting Guidelines* erwähnen die Rechenschaftspflicht der Unternehmen gegenüber ihren AktionärInnen. Hierzu gehören die bedeutenden Rechte der InvestorInnen auf strukturelle Bestimmungen, Genehmigungen sowie eines geltenden Stimmrechts. Auch die Regelmäßigkeit der Vorstandswahlen spielt eine wichtige Rolle und eine Mehrheitsabstimmung der AktionärInnen sollte ausreichend sein, um Veränderungen zu bewirken (vgl. ISS Governance 2024 (b)). Eine weitere Empfehlung befasst sich mit den ESG-Ansprüchen an Unternehmen. Hier sollten die Praktiken des Unternehmens in den Bereichen Governance, Soziales und Umwelt die Standards der Marktregulierungen erfüllen oder idealerweise übertreffen. Dabei sollen relevante Faktoren berücksichtigt werden, die einen signifikanten Einfluss auf den langfristigen Unternehmenswert haben können (vgl. ebd.). Ein weiterer Gesichtspunkt, der

besonders von der *hkp group* betont wird, ist die Höhe der Vergütung. Das Beratungsunternehmen hat herausgefunden, dass hohe Vergütungen, besonders betriebliche Altersversorgung und Abfindungen, sich negativ auf das Stimmverhalten der AktionärInnen auswirken können. Signifikante Vergütungshöhen ohne ausreichende Begründung und Vergütungschancen für die Vorstände, die deutlich über den vergleichbaren Unternehmen liegen, führen häufig zu einer Ablehnung des Vergütungssystems und -berichts (vgl. *hkp group*). Eine Vielzahl der zuvor beschriebenen Richtlinien sind gesetzlich geregelt. Erkenntnisse der *hkp group* deuten darauf hin, dass Unternehmen, die über die gesetzlichen Vorgaben hinaus agieren, eine erhöhte Zustimmung erfahren. Somit zeigt sich, dass der Anspruch der AktionärInnen über die gesetzlichen Richtlinien an die Vorstandsvergütung hinausgeht, insbesondere im Hinblick auf die Vorstandsvergütung.

8.2.2. Regressionsanalysen

Die einzelnen Vergütungsbestandteile und deren Bewertungskriterien spielen eine wichtige Rolle für die Abstimmung, besonders die variablen Komponenten. Die *hkp group* berichtet, dass sich die Kritik der AktionärInnen primär auf den Anteil und der Ausgestaltung der langfristigen variablen Vorstandsvergütung konzentriert (vgl. *hkp group*). Im Folgenden wird der Einfluss der Vergütungskomponenten auf das Abstimmungsverhalten der AktionärInnen untersucht. Im Rahmen der Arbeit wurden drei Regressionsanalysen mit einem Konfidenzintervall von 95 % durchgeführt. Ziel dieser Analysen war es, die Abhängigkeiten der Abstimmungsergebnisse von verschiedenen Vergütungskomponenten aufzudecken. Die ersten beiden Analysen konzentrieren sich auf spezifische Vergütungsbestandteile, während die letzte Analyse die Abhängigkeit des Ergebnisses über die Abstimmung des Vergütungsberichts von der Abstimmung über das dazugehörige Vergütungssystem aufzeigt.

8.2.2.1. *Regressionsanalyse 1: „Die Angabe der prozentualen Verteilung der Komponenten der Vorstandsvergütung hat Einfluss auf die Abstimmung über das Vorstandsvergütungssystem.“*

Diese Analyse zielt darauf ab, den Zusammenhang zwischen der Angabe der prozentualen Verteilung der Vorstandsvergütungskomponenten der DAX-Unternehmen und dem Abstimmungsverhalten der AktionärInnen über das Vorstandsvergütungssystem zu untersuchen. Dabei wird speziell betrachtet, ob die Angabe der prozentualen Verteilung der Vergütung einen positiven Einfluss auf das Abstimmungsergebnis hat. Die unabhängige Variable bildet die Angabe der prozentualen Verteilung der Vergütungskomponenten, während die abhängige Variable das

Abstimmungsergebnis der AktionärInnen über das jeweilige Vergütungssystem darstellt. Als Angabe der prozentualen Verteilung wird lediglich zwischen der Aufteilungsdarstellung in feste und variable Vergütungsbestandteile unterschieden.

Regression Statistics	
Multiple R	0,39377643
R Square	0,15505988
Adjusted R Square	0,12780375
Standard Error	0,11427213
Observations	193

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	6	0,44572509	0,07428752	5,68899048	0,000019
Residual	186	2,42881015	0,01305812		
Total	192	2,87453524			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,81997752	0,02157703	38,0023413	1,3166E-89	0,77741036	0,86254468	0,77741036	0,86254468
%-tuale Verteilung gegeben	0,09220926	0,02042436	4,51467068	0,000011	0,051916078	0,13250244	0,05191608	0,13250244
Chemie, Pharma, Bio - und Medizintechnik	0,00559378	0,02314202	0,2417152	0,80926713	-0,040060799	0,05124835	-0,0400608	0,05124835
Finanzen	-0,05636	0,02599554	-2,1680658	0,03142377	-0,107644032	-0,005076	-0,107644	-0,005076
Handel und Konsum	-0,0916884	0,02923784	-3,1359493	0,00199145	-0,149368787	-0,034008	-0,1493688	-0,034008
Technologie	-0,0601479	0,03200246	-1,8794771	0,06174318	-0,123282342	0,00298657	-0,1232823	0,00298657
Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	0,00322495	0,02974183	0,1084315	0,9137703	-0,055449726	0,06189963	-0,0554497	0,06189963

Abbildung 11: ANOVA Auswertung Regressionsanalyse 1

Die Ergebnisse der Regression zeigen eine moderate Korrelation ($R = 39,38\%$) zwischen der Angabe der prozentualen Verteilung der Vorstandsvergütung und dem Abstimmungsergebnis. Etwa $15,51\%$ der Varianz ($R^2 = 0,1551$) im Abstimmungsergebnis über das Vorstandsvergütungssystem können durch die Angabe der prozentualen Verteilung erklärt werden. Der F-Test zeigt eine Signifikanz der Regression und das aufgestellte Modell erweist sich sinnvoll. Es besteht eine mäßige Abhängigkeit zwischen dem Abstimmungsverhalten und der Angabe der prozentualen Verteilung der Vorstandsvergütung in feste und variable Bestandteile. Der Koeffizient ist positiv und signifikant. Dies deutet darauf hin, dass AktionärInnen tendenziell eher dem Vergütungssystem zustimmen, wenn Unternehmen die Aufteilung der Vergütung in feste und variable Bestandteile in Prozent angeben. Insgesamt unterstützen diese Ergebnisse die Hypothese, dass eine transparente Angabe der prozentualen Verteilung der Vergütungskomponenten einen positiven Einfluss auf das Abstimmungsverhalten der AktionärInnen über das Vorstandsvergütungssystem in DAX-Unternehmen hat.

8.2.2.2. Regressionsanalyse 2: „Die einzelnen Komponenten der Vorstandsvergütung haben Einfluss auf das Abstimmungsergebnis über das Vorstandsvergütungssystem.“

Die zweite Regressionsanalyse prüft die Abhängigkeit des Abstimmungsergebnisses über das Vorstandsvergütungssystem von den einzelnen Vergütungskomponenten. Zunächst wird zwischen fester und variabler Vergütung unterschieden. Anschließend wird die variable Vergütung weiter unterteilt in STI und LTI.

Einfluss des Fixums

Ziel dieser Analyse ist es festzustellen, ob eine Korrelation zwischen dem Abstimmungsergebnis und dem prozentualen Anteil des Festgehalts der Vorstandsvergütung der DAX-Unternehmen besteht. Die unabhängige Variable dieser Analyse ist der prozentuale Anteil des Fixums laut Vergütungsbericht des Unternehmens. Sie gibt in Prozent an, welcher Anteil des Gehalts eines Vorstands aus festen Bestandteilen besteht. Die abhängige Variable ist das Abstimmungsergebnis der AktionärInnen über das jeweilige Vergütungssystem.

Regression Statistics	
Multiple R	0,40602768
R Square	0,16485848
Adjusted R Square	0,1290667
Standard Error	0,09899672
Observations	147

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	6	0,270845002	0,0451408	4,6060431	0,00026713
Residual	140	1,372048983	0,0098003		
Total	146	1,642893984			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,8271418	0,035373591	23,383032	3,382E-50	0,75720631	0,8970773	0,7572063	0,8970773
feste Vergütung	0,2693331	0,086984715	3,0963268	0,0023674	0,09735965	0,4413066	0,0973597	0,4413066
Chemie, Pharma, Bio								
- und Medizintechnik	-0,0126279	0,024632097	-0,5126619	0,6089958	-0,06132692	0,036071	-0,0613269	0,036071
Finanzen	-0,070067	0,024273798	-2,8865263	0,0045133	-0,11805756	-0,0220764	-0,1180576	-0,0220764
Handel und Konsum	-0,0867146	0,031288204	-2,7714797	0,0063392	-0,14857308	-0,0248562	-0,1485731	-0,0248562
Technologie	-0,0524614	0,029371484	-1,7861325	0,0762423	-0,11053036	0,0056076	-0,1105304	0,0056076
Versorgung, Umwelt								
und Infrastruktur	-0,0215992	0,030091643	-0,7177815	0,4740881	-0,08109202	0,0378936	-0,081092	0,0378936

Abbildung 12: ANOVA Auswertung Regressionsanalyse 2: Fixum

Die Ergebnisse der Regressionsanalyse zeigen eine moderate Korrelation ($R = 40,60\%$) zwischen der prozentualen Höhe des Fixums und dem Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem. Etwa 16,49 % der Varianz ($R^2 = 0,1649$) im Abstimmungsergebnis können durch die prozentuale Höhe des Festgehalts erklärt werden. Der F-Test zeigt eine Signifikanz der

Regression und das aufgestellte Modell erweist sich als sinnvoll. Die Abstimmung über das Vorstandsvergütungssystem ist mäßig abhängig von der Höhe des Festgehalts der Vorstände. Der Koeffizient ist positiv und signifikant. Eine höhere prozentuale Höhe des Fixums korreliert mit einem positiven SOP-Ergebnis. Diese Ergebnisse legen nahe, dass die prozentuale Höhe des Fixums einen Einfluss auf das Abstimmungsverhalten der AktionärInnen über das Vergütungssystem in DAX-Unternehmen hat. Je höher das Festgehalt der Vorstände laut Vergütungssystem ist, desto wahrscheinlicher ist eine Zustimmung der AktionärInnen zu dem jeweiligen System.

Einfluss der variablen Vergütung

Das Ziel dieser Analyse ist es herauszufinden, ob eine Korrelation zwischen dem Abstimmungsergebnis und dem prozentualen Anteil der variablen Vergütung an der Gesamtvergütung der DAX-Vorstände besteht. Die unabhängige Variable dieser Analyse ist die prozentuale Höhe der variablen Vergütung, welche den Anteil des Gehalts eines Vorstands aus variablen Bestandteilen angibt. Die abhängige Variable ist das Abstimmungsergebnis der AktionärInnen über das Vergütungssystem der Vorstände.

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,4076615
R Square	0,1661879
Adjusted R Square	0,1304531
Standard Error	0,0989179
Observations	147

<i>ANOVA</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	6	0,273029098	0,0455048	4,6505893	0,00024248
Residual	140	1,369864886	0,0097847		
Total	146	1,642893984			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	1,110236	0,061831403	17,95586	3,819E-38	0,98799203	1,23248	0,987992	1,23248
variable Vergütung	-0,288211	0,091944958	-3,1346036	0,002097	-0,46999112	-0,1064309	-0,4699911	-0,1064309
Chemie, Pharma, Bio - und Medizintechnik	-0,0142254	0,024613077	-0,5779617	0,5642185	-0,06288679	0,034436	-0,0628868	0,034436
Finanzen	-0,0724728	0,024369919	-2,9738611	0,0034641	-0,12065339	-0,0242921	-0,1206534	-0,0242921
Handel und Konsum	-0,0868963	0,031234435	-2,7820659	0,0061467	-0,14864841	-0,0251441	-0,1486484	-0,0251441
Technologie	-0,0527668	0,029313203	-1,8001019	0,0739978	-0,11072053	0,005187	-0,1107205	0,005187
Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	-0,0224644	0,030031372	-0,748031	0,4556962	-0,08183803	0,0369092	-0,081838	0,0369092

Abbildung 13: ANOVA Auswertung Regressionsanalyse 2: variable Vergütung

Die Ergebnisse der Regressionsanalyse zeigen eine moderate Korrelation ($R = 40,77\%$) zwischen der prozentualen Höhe der variablen Vergütung und dem Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem. Etwa 16,62 % der Varianz ($R^2 = 0,1662$) im Abstimmungsergebnis können

durch die prozentuale Höhe der variablen Vergütung erklärt werden. Der F-Test zeigt eine Signifikanz der Regression und das aufgestellte Modell erweist sich als sinnvoll. Es besteht eine mäßige Abhängigkeit des Abstimmungsverhalten der AktionärInnen von dem prozentualen Anteil der variablen Bestandteile an der Gesamtvergütung. Der Koeffizient für die variable Vergütung ist signifikant und negativ. Dies deutet daraufhin, dass eine höhere variable Vergütung mit einem negativen Abstimmungsergebnis korreliert ist. Je höher der variable Anteil der Vorstandvergütung ist, desto wahrscheinlicher ist eine Systemablehnung von seitens der AktionärInnen.

Einfluss der STI

Das Ziel dieser Analyse besteht darin, herauszufinden, ob eine Korrelation zwischen dem Abstimmungsergebnis und dem prozentualen Anteil der STI an der variablen Vergütung der DAX-Vorstände besteht. Die unabhängige Variable dieser Analyse ist die prozentuale Höhe der STI an der variablen Vorstandsvergütung. Die abhängige Variable ist das Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem, welches von den AktionärInnen des Unternehmens abgegeben wird.

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,33212318
R Square	0,11030581
Adjusted R Square	0,07217606
Standard Error	0,10217888
Observations	147

<i>ANOVA</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	6	0,181220748	0,0302035	2,8929066	0,01090039
Residual	140	1,461673236	0,0104405		
Total	146	1,642893984			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,94127002	0,032358086	29,089175	3,257E-61	0,87729635	1,0052437	0,8772963	1,0052437
STI	-0,0630931	0,097925586	-0,6442966	0,5204373	-0,25669727	0,130511	-0,2566973	0,130511
Chemie, Pharma, Bio - und Medizintechnik	-0,0129187	0,02543093	-0,5079925	0,6122581	-0,06319704	0,0373596	-0,063197	0,0373596
Finanzen	-0,0634006	0,025619923	-2,4746599	0,0145307	-0,11405256	-0,0127486	-0,1140526	-0,0127486
Handel und Konsum	-0,1048499	0,031824839	-3,2945936	0,0012485	-0,16776933	-0,0419305	-0,1677693	-0,0419305
Technologie	-0,0639588	0,031922144	-2,0035882	0,0470441	-0,12707062	-0,000847	-0,1270706	-0,000847
Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	-0,0322827	0,030844207	-1,0466368	0,2970708	-0,09326333	0,028698	-0,0932633	0,028698

Abbildung 14: ANOVA Auswertung Regressionsanalyse 2: STI

Die Ergebnisse der Regressionsanalyse zeigen eine moderate Korrelation ($R = 33,21\%$) zwischen der prozentualen Höhe der STI und dem Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem. Etwa 11,03 % der Varianz ($R^2 = 0,1103$) im Abstimmungsergebnis können durch die prozentuale Höhe der STI erklärt werden. Der F-Test zeigt zwar eine Signifikanz der Regression,

jedoch die geringste von allen durchgeführten Regressionsanalysen. Zudem ist der Koeffizient für die STI nicht signifikant und negativ. Dies deutet daraufhin, dass die prozentuale Höhe der STI keinen nachweislichen signifikanten Einfluss auf das Abstimmungsergebnis hat. Somit legen die Ergebnisse nahe, dass der Anteil der STI an der variablen Vergütung keinen nennenswerten Einfluss auf das Abstimmungsverhalten der AktionärInnen hat und diese nicht in ihrer Entscheidung über das Vorstandsvergütungssystem beeinflussen. Das SOP ist nicht signifikant abhängig von der Höhe der STI.

Einfluss der LTI

Des Weiteren wird die prozentuale Höhe der LTI als Teil der variablen Vergütung und sein Einfluss auf das Abstimmungsergebnis untersucht. Das Ziel besteht darin, herauszufinden, ob eine Korrelation zwischen dem Abstimmungsergebnis und dem prozentualen Anteil der LTI besteht. Die unabhängige Variable dieser Analyse ist die prozentuale Höhe der LTI. Sie gibt an, welcher Anteil der variablen Vorstandsvergütung aus LTI besteht. Die abhängige Variable ist das Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem.

Regression Statistics	
Multiple R	0,4239817
R Square	0,1797605
Adjusted R Square	0,1446074
Standard Error	0,0981095
Observations	147

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	6	0,295327459	0,0492212	5,1136429	8,8804E-05
Residual	140	1,347566525	0,0096255		
Total	146	1,642893984			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	1,0697612	0,044835312	23,859792	3,519E-51	0,98111938	1,158403	0,9811194	1,158403
LTI	-0,3964529	0,113019155	-3,5078378	0,0006077	-0,61989781	-0,1730079	-0,6198978	-0,1730079
Chemie, Pharma, Bio - und Medizintechnik	-0,0183173	0,024451615	-0,7491249	0,4550388	-0,06665947	0,0300248	-0,0666595	0,0300248
Finanzen	-0,0515255	0,023906719	-2,1552716	0,0328506	-0,09879034	-0,0042606	-0,0987903	-0,0042606
Handel und Konsum	-0,0888168	0,030748092	-2,8885307	0,0044863	-0,14960744	-0,0280262	-0,1496074	-0,0280262
Technologie	-0,0939409	0,029160255	-3,2215395	0,0015858	-0,15159231	-0,0362895	-0,1515923	-0,0362895
Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	-0,0205403	0,029811506	-0,689007	0,4919592	-0,07947928	0,0383986	-0,0794793	0,0383986

Abbildung 15: ANOVA Auswertung Regressionsanalyse 2: LTI

Die Ergebnisse der Regressionsanalyse zeigen eine moderate Korrelation ($R = 42,40\%$) zwischen der prozentualen Höhe der LTI und dem Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem. Etwa 17,98 % der Varianz ($R^2 = 0,1798$) im Abstimmungsergebnis können durch die prozentuale Höhe der LTI erklärt werden. Der F-Test zeigt eine Signifikanz der Regression und das

aufgestellte Modell erweist sich als sinnvoll. Der Koeffizient für die LTI ist negativ und signifikant, was darauf hindeutet, dass die prozentuale Höhe der LTI einen signifikanten negativen Einfluss auf das Abstimmungsergebnis hat. Dies bedeutet, dass je höher der Anteil der LTI an der variablen Vorstandsvergütung ist, desto wahrscheinlicher ist eine Systemablehnung von seiten der AktionärInnen.

8.2.2.3. *Regressionsanalyse 3: „Das Abstimmungsergebnis über das Vorstandsvergütungssystem hat Einfluss auf das Abstimmungsergebnis über den Vergütungsbericht.“*

Die letzte durchgeführte Regressionsanalyse untersucht die Beziehung zwischen dem Ergebnis der Abstimmung über den Vergütungsbericht und dem dazugehörigen Vergütungssystem. Seit der Einführung des ARUG II wird jährlich über den Vergütungsbericht abgestimmt, der als Umsetzung des Vergütungssystems interpretiert werden kann. Diese Analyse zielt darauf ab, festzustellen, ob das Abstimmungsergebnis über den Vergütungsbericht von dem Abstimmungsergebnis über das zugehörige Vergütungssystem abhängt und in welcher Beziehung sie zueinander stehen. Die abhängige Variable in dieser Analyse ist das Abstimmungsergebnis über den Vergütungsbericht, während die unabhängige Variable das Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem ist. Der Zeitraum dieser Analyse umfasst lediglich die Jahre 2022 und 2023, da vorher noch keine Abstimmungen über den Vergütungsbericht in deutschen AGs durchgeführt wurden. Diese neue Form des SOP hat zur Folge, dass die Analyse einen begrenzten Datensatz umfasst.

Regression Statistics	
Multiple R	0,6985332
R Square	0,4879486
Adjusted R Square	0,3650562
Standard Error	0,0828237
Observations	32

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	6	0,163421793	0,027237	3,970537	0,006321284
Residual	25	0,171494217	0,0068598		
Total	31	0,33491601			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	-0,064149	0,236887048	-0,2708	0,7887681	-0,55202702	0,423729	-0,552027	0,423729
Abstimmung System	1,0479192	0,249611472	4,1982013	0,0002974	0,533834745	1,5620036	0,5338347	1,5620036
Chemie, Pharma, Bio - und Medizintechnik	-0,017371	0,042305775	-0,410595	0,6848675	-0,10450091	0,0697598	-0,104501	0,0697598
Finanzen	-0,004913	0,047544771	-0,103332	0,9185239	-0,10283319	0,0930074	-0,102833	0,0930074
Handel und Konsum	-0,031076	0,056339345	-0,551587	0,5861283	-0,14710911	0,084957	-0,147109	0,084957
Technologie	0,0225482	0,071382532	0,3158777	0,7547174	-0,12446692	0,1695632	-0,124467	0,1695632
Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	-0,011529	0,052242171	-0,220677	0,8271359	-0,11912343	0,0960661	-0,119123	0,0960661

Abbildung 16: ANOVA Auswertung Regressionsanalyse 3

Die Ergebnisse in der Abbildung x. zeigen eine starke Korrelation ($R = 69,85\%$) zwischen dem Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem und dem Abstimmungsergebnis über den Vergütungsbericht. Etwa $48,79\%$ der Varianz ($R^2 = 0,4879$) im Abstimmungsergebnis über den Vergütungsbericht können durch das Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem erklärt werden. Der F-Test zeigt eine Signifikanz der Regression und das aufgestellte Modell erweist sich als sinnvoll. Das Abstimmungsverhalten der InvestorInnen über den Vergütungsbericht ist stark abhängig von der Abstimmung über das dazugehörige Vergütungssystem. Der Koeffizient der unabhängigen Variable ist positiv und signifikant, was bedeutet, dass ein positives Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem mit einem positiven Abstimmungsergebnis über den Vergütungsbericht einhergeht.

8.2.3. Fazit der zweiten Forschungsfrage

Die durchgeführten Regressionsanalysen untersuchen spezifische Bestandteile der Vorstandsvergütung und deren Einflüsse auf das Abstimmungsverhalten der AktionärInnen. Die erste Regressionsanalyse zeigt auf, dass sich bereits die Angabe der prozentualen Verteilung der Vergütungskomponenten positiv auf die Abstimmung über das Vorstandsvergütungssystem auswirken. Dieses Ergebnis entspricht den zuvor beschriebenen Richtlinien der Proxy Advisory-Firmen. Hohe Transparenz und Offenlegung ist ein wichtiges Kriterium für die Zustimmung zur Vergütungspolitik. Die Analyse des Fixums zeigt, dass ein höheres Fixgehalt der Vorstände sich

positiv auf das Abstimmverhalten der AktionärInnen auswirkt. Andererseits führt eine höhere variable Vorstandsvergütung zu einer geringeren Zustimmung. Somit präferieren InvestorInnen ein höheres Festgehalt und eine geringere variable Vergütung der Vorstände. Bei einer genaueren Betrachtung der variablen Vergütung wird diese in STI und LTI unterteilt. Die STI zeigen als einzige untersuchte Vergütungskomponente keinen signifikanten Einfluss auf das Abstimmungsergebnis. Das bedeutet, dass das Abstimmungsergebnis nicht signifikant von dem prozentualen Anteil der STI an der variablen Vergütung abhängt. Die LTI haben wiederum einen signifikanten Einfluss, welcher sich negativ auf das Abstimmungsverhalten auswirkt. Je höher die LTI sind, desto wahrscheinlicher ist eine Ablehnung des Vergütungssystems durch die AktionärInnen. Die durchgeführte Analyse zeigt, dass stärker ausgeprägte LTI sich negativ auf die Abstimmung der AktionärInnen auswirkt, obwohl StimmrechtsberaterInnen eine langfristige Ausrichtung und einen höheren Anteil an variabler Vergütung empfehlen. Diese Empfehlungen entsprechen auch dem DCGK. Eine Erklärung für diese gegensätzlichen Ergebnisse liegt in der Transparenz des Vergütungssystems. Für die AktionärInnen ist es von großer Bedeutung, dass das Vergütungssystem transparent und leicht verständlich ist. Die variable Vergütung, insbesondere die LTI, sind in der Regel komplexer und weniger transparent für die InvestorInnen. Die reduzierte Transparenz wirkt sich hierbei negativ auf das Abstimmungsverhalten über das Vergütungssystem aus. Dennoch ist eine langfristige und leistungsorientierte Ausrichtung des Vergütungssystems im Interesse der AktionärInnen und wird daher von Proxy Advisory-Firmen positiv bewertet. Des Weiteren hat die letzte Regressionsanalyse gezeigt, dass die Abstimmung über das Vergütungssystem einen signifikanten Einfluss auf die Abstimmung über den Vergütungsbericht hat. Je höher die Zustimmung zum Vergütungssystem ist, desto höher fällt auch die Zustimmung zum Vergütungsbericht aus. Es besteht ein direkter Zusammenhang dieser beiden SOP-Arten.

8.3. Forschungsfrage 3: Fallstudien - Untersuchung mehrheitlicher Ablehnungen der Vorstandsvergütungssysteme

Ein weiterer Teil der Forschungsarbeit stellen Fallstudien dar. Hier wurden vier Unternehmen analysiert, bei denen es zu einer Ablehnung des Vergütungssystems innerhalb des Untersuchungszeitraums kam. Als Ablehnung wird hier eine Zustimmungsquote unter 50 % gewertet. Diese Unternehmen sind die Deutsche Bank AG im Jahr 2016, Merck KGaA und die Münchener Rück AG im Jahr 2017 und die Rheinmetall AG im Jahr 2020. Die Fallstudien widmen sich der Analyse der AktionärInnenablehnung eines eingeführten Vorstandvergütungssystems. Um das bestehende System zu modifizieren, haben die vier betrachteten Unternehmen der

Hauptversammlung ein neues System vorgestellt. Die Änderungsvorschläge wurden jedoch mehrheitlich von den InvestorInnen abgelehnt. Im Rahmen dieser Arbeit werden die präzisen Änderungen an den Vergütungssystemen sowie die Beweggründe für die Ablehnung seitens der AktionärInnen aufgedeckt. Hervorzuheben ist, dass alle vier Unternehmen auf die geäußerte Kritik der AktionärInnen reagiert haben. In den nachfolgenden Hauptversammlungen haben die Aktiengesellschaften überarbeitete Vergütungssysteme vorgeschlagen. Diese, an die Wünsche der AktionärInnen angepassten Systeme aller vier Unternehmen, erhielten eine Zustimmung von mehr als 92 % (vgl. DSW). Die Systementwicklungen der Vorstandsvergütung und die Kritik der InvestorInnen werden in den folgenden Punkten für jedes Unternehmen ausgearbeitet.

8.3.1. Deutsche Bank AG 2016

8.3.1.1. *Fallbeschreibung Deutsche Bank AG*

Einführend wird der Hintergrund und Ablauf des Falls beschrieben, wobei sowohl die Aktion und Reaktionen der Deutschen Bank AG als auch ihrer InvestorInnen analysiert werden. In der Hauptversammlung der Deutschen Bank AG 2016 erhielt das neu vorgestellte Vorstandsvergütungssystem lediglich eine Zustimmungsquote von 48,07 % und wurde somit von den AktionärInnen mehrheitlich abgelehnt (vgl. Deutsche Bank 2016).

Im Geschäftsbericht 2015 kündigte die Deutsche Bank AG bereits die Einführung eines neuen Vergütungssystems ihrer Vorstände ab dem Geschäftsjahr 2016 an (vgl. Deutsche Bank 2015). Die Änderungen sollten im Sinne der Strategieverfolgung für 2020 stattfinden, die darauf abzielte, die Vergütung stärker mit Leistung und Verhalten in Einklang zu bringen. Somit überprüfte die Bank ihren Vergütungsansatz im Jahr 2015 und führte 2016 ein neues Vergütungsrahmenwerk ein. Es wurde angestrebt, ein besseres Gleichgewicht zwischen fester und variabler Vergütung zu schaffen und die variable Vergütung enger mit dem Konzernergebnis zu verknüpfen (vgl. ebd.).

In der Hauptversammlung 2016 stimmten jedoch knapp 52 % der InvestorInnen gegen das neu eingeführte Vergütungsrahmenwerk. Auch die Stimmrechtsberatungsfirmen *ISS*, *Ivox* und *Glass Lewis* sprachen ihre Empfehlungen gegen das Vergütungssystem aus, mit der Begründung, dass der Vorstand der Deutschen Bank AG keiner weiteren variablen Vergütungskomponente zur Motivation bedarf (vgl. Meck 2016). Auch einige AktionärInnen äußerten in den Gegenanträgen zur Hauptversammlung 2016 Unzufriedenheit gegenüber der Bank und dessen Vorstandsvergütung. Ein gemeinsamer Nenner fast aller InvestorInnen ist ihr Unmut in Anbetracht der vielen Skandale und Affären, die mit der Deutschen Bank AG in Verbindung stehen (vgl. Kuhn

2016; vgl. Gaida 2016). Seit 2011 stehen die Bank und ihre Organmitglieder in gerichtlicher Auseinandersetzung. Sie stehen dem konkreten und äußerst ernstzunehmenden Vorwurf gegenüber, in zahlreichen Zivilprozessen durch unerlaubte Handlungen, insbesondere durch Prozessbetrug, günstige Urteile erschlichen zu haben (vgl. Eckl 2016; vgl. Kuhn 2016; vgl. Gaida 2016; vgl. Rätz 2016). Ein Kritikpunkt speziell gerichtet an das Vergütungssystem betrifft die Unternehmensziele. Diese sind laut dem Aktionär D. G. Elsterberg nicht messbar und ausreichend langfristig (vgl. Gaida 2016). Auch der Aktionär Hans-Christoph Hirt, Co-Chef der britischen Firma Hermes EOS und einer der wichtigsten Aktionäre, vertritt diese Meinung. Er kritisiert die Kriterien und Transparenz der Zielvorgaben der Vorstandsvergütung (vgl. Meck 2016). Der Aktionär Dr. Markus Eckl (2016) äußert ebenfalls sein Bedenken gegenüber den Organmitgliedern der Deutschen Bank AG und deren Vergütung. Seine Anliegen stehen gleichermaßen im Zusammenhang mit den zahlreichen Skandalen und Affären der AG. In Folge der gerichtlichen Prozesse wurde die Bank mit Milliardenstrafen konfrontiert, was in Verbindung mit sinkenden Aktienkursen steht (vgl. Eckl 2016). Zudem hat das Unternehmen im Jahr 2015 einen Verlust in Milliardenhöhe verzeichnet. „Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die Bank nicht weniger als EUR 6,772 Mrd. verloren. Geld, den Aktionären eine Dividende zu bezahlen, ist jetzt keines mehr da. Wie schön, daß noch Geld dafür da ist, ‚variable Vergütungen‘, also Boni, in Höhe von EUR 2,406 Mrd. zu bezahlen.“, sind die genauen Worte von Dr. Markus Eckl (2016). Der Aktionär Dr. Ernst Rätz (2016) stimmt Dr. Eckl in Bezug auf die Dividendenauszahlung zu. Er kritisiert die ungerechte Verteilung des Gewinns, es sei in den vergangenen Jahren zu hohen Bonusauszahlungen für die Vorstände gekommen, jedoch keine Gewinnausschüttung in Form von Dividendenauszahlungen an die InvestorInnen. Erzielte Gewinne kommen somit ausschließlich den Vorstandsmitgliedern zugute, jedoch nicht den AktionärInnen. Ein weiterer Anlass seiner Ablehnung ist die Umsetzung von Maßnahmen zur Arbeitsplatzeinsparung, trotz gleichzeitiger Bonusauszahlungen an die Vorstandsmitglieder. Dr. Rätz schlägt vor, dass das Unternehmen stattdessen Arbeitsplätze schaffen könnte, anstatt derart hohe Bonuszahlungen an den Vorstand zu leisten (vgl. ebd.).

Zusammenfassend betraf die Kritik der AktionärInnen verschiedene Bereiche. Es wurde Unmut über Skandale und Affären geäußert. Zudem führten Geldstrafen und Verluste zu einem sinkenden Aktienkurs, verbunden mit ausbleibenden Dividendenauszahlungen. Ebenfalls wurde Bedenken bzgl. intransparenter Zielvorgaben und Leistungskriterien im Kontext der variablen Vorstandsvergütung geäußert. Ein weiterer wichtiger Kritikpunkt am Vergütungssystem betraf die als zu hoch empfundenen Boni-Auszahlungen an die Vorstandsmitglieder und die als übermäßig wahrgenommene variable Vergütung. Die Deutsche Bank AG nahm in ihrem

Geschäftsbericht 2016 Stellungnahme zu den Abstimmungsergebnissen. Laut diesem begann der Aufsichtsrat unmittelbar nach der Hauptversammlung, das bestehende System anhand der Kritikpunkte zu analysieren und diskutierte geeignete Änderungsmöglichkeiten (vgl. Deutsche Bank 2016). Der Vergütungsausschuss der Bank setzte sich intensiv mit dem Vergütungssystem auseinander und informierte den Aufsichtsrat regelmäßig über die Fortschritte. Das neu aufgestellte Vergütungssystem wurde anschließend der Hauptversammlung 2017 als Vorschlag präsentiert und mit 96,79 % Zustimmung von den AktionärInnen angenommen. Zudem gestanden der Vorstand und der Aufsichtsrat in dem Bericht, dass das Ergebnis des abgelaufenen Geschäftsjahres mit einem Nettoverlust nicht zufriedenstellend sei und verzichteten somit auf die Festlegung und Gewährung von variabler Vergütung für das Geschäftsjahr 2017 (vgl. Deutsche Bank 2017).

8.3.1.2. Systemvergleiche Deutsche Bank AG

Im Folgenden werden die Vergütungssysteme und ihre einzelnen Bestandteile in den Jahren 2015 bis 2017 vorgestellt und die vorgenommenen Änderungen analysiert.

Bevor die Systeme jedoch untersucht werden, wird eine kurze Einführung in die Corporate Governance Struktur der Deutschen Bank AG für die Vorstandsvergütung gegeben. Diese besteht aus den folgenden drei Organen: dem Vergütungsausschuss, dem Aufsichtsrat und der Hauptversammlung. Der Vergütungsausschuss bereitet die Beschlüsse und Vergütungshöhe des Systems vor und legt diese dem Aufsichtsrat vor. Dieser fasst den Beschluss über das vorgeschlagene System und legt diesem der Hauptversammlung vor, welche letztendlich über die Billigung des Vergütungssystems abstimmt (vgl. Deutsche Bank 2016).

Die folgende *Tabelle 4* gibt eine Übersicht über die einzelnen Bestandteile der Vorstandsvergütung der Deutschen Bank AG von 2015 bis 2017.

Komponente	2015	2016	2017
Fixe Vergütung	Grundvergütung	Grundvergütung	Grundvergütung
	Beiträge zur betrieblichen Altersvorsorge	Beiträge zur betrieblichen Altersvorsorge	Beiträge zur betrieblichen Altersvorsorge
	Sonstige Leistungen	Sonstige Leistungen	Sonstige Leistungen
Variable Vergütung	Annual Performance Awards (APA)	Annual Performance Awards (APA)	Shor-Term Award (STA) → Gruppenkomponente → individuelle Komponente
	Long Term Performance Awards (LTPA)	Long Term Performance Awards (LTPA)	Long-Term Award (LTA)
		Division Performance Award (DPA)	
Sonstige Regelungen			Clawback-Klausel
			Restricted Incentive Awards (RIA)

Tabelle 4: Vergütungsgrundstruktur der Vorstandsmitglieder der Deutschen Bank AG von 2015 bis 2017

Die fixe Vergütung der Vorstandsmitglieder blieb über die drei Jahresspanne unverändert. Diese setzte sich aus dem Grundgehalt, den Beiträgen zur betrieblichen Altersversorgung sowie sonstigen Leistungen zusammen (vgl. Deutsche Bank 2016).

Die variable Vergütung hingegen durchlief einige Veränderungen. Im Jahr 2015 bestand die variable Vorstandsvergütung aus den Annual Performance Awards (APA) und den Long-Term Performance Awards (LTPA) (vgl. Deutsche Bank 2015). Die APA basierten auf kurz- und mittelfristigen geschäfts- und unternehmenspolitischen Zielen. Alle Vorstandsmitglieder hatten identische Ziele in den Kategorien Kapital, Kosten, Kompetenzen und Kultur/KundInnen. Zusätzlich zu den gemeinsamen Zielen galten für die Vorstandsmitglieder individuelle quantitative und qualitative Ziele. Die LTPA fokussierten sich auf die langfristigen Ziele der Bank und basierten auf den folgenden zwei Kriterien: die relative Rendite der Deutsche Bank-Aktie (Relative Total Shareholder Return, RTSR) und der "Culture & Clients-Faktor", der nichtfinanzielle Parameter wie Unternehmenskultur, Kundenzufriedenheit und Kundenumgang einbezieht (vgl. ebd.).

Im Jahr 2016 behielt die Deutsche Bank AG das Grundgerüst der Vorstandsvergütung und erweiterte die variable Vergütung um einen weiteren Bestandteil, die Division Performance Awards (DPA). Die DPA sollten die Besonderheiten der im Vorstand vertretenen Geschäftsbereiche berücksichtigen und sind auf kurz- und mittelfristige Ziele ausgerichtet. Im Gegensatz zu den anderen variablen Vergütungskomponenten gab es keine genauen Angaben zu den Kennziffern oder Kriterien für die DPA. Es existierte weder ein festgelegtes Maximum noch ein genau definiertes Minimum. Im Falle einer Zielverfehlung behielt sich der Aufsichtsrat das Recht vor, die Gewährung der DPA zu verwehren (vgl. Deutsche Bank 2016).

Da das neue Vergütungssystem von den AktionärInnen mehrheitlich abgelehnt wurde, stellte die Deutsche Bank AG in der Hauptversammlung 2017 ein überarbeitetes System vor. Wesentliche Anpassungen betrafen die variable Vergütung. Diese unterteilt sich in dem neuen System in 40 % Short-Term Awards (STA) und 60 % Long-Term Awards (LTA) (vgl. Deutsche Bank 2017). Die STA waren darauf ausgerichtet kurz- und mittelfristige geschäfts- und unternehmenspolitische Ziele zu erreichen. Sie bestanden aus einer Gruppenkomponente und einer individuellen Komponente. Für jedes Vorstandsmitglied wurden maximal drei Ziele festgelegt, für die spezifische Kennziffern und/oder Kriterien den Erreichungsgrad bestimmten. Es wurden klare Grenzen für die individuelle Komponente des STA definiert. Das Maximum der STA betrug 40 % der gesamten variablen Vergütung, was sicherstellte, dass die individuellen Ziele nicht ausschließlich die Höhe der variablen Vergütung bestimmten. Das Minimum wurde erreicht, wenn sämtliche Ziele im Beurteilungszeitraum verfehlt wurden, was zu einer Null prozentigen Gewährung der STA führte (vgl. ebd.). Die LTA waren auf langfristige Ziele ausgerichtet und umfassten individuelle sowie gemeinschaftliche Aspekte. Die Zielerreichung basierte auf klaren Kennziffern und Kriterien, die zu Beginn des Geschäftsjahres vereinbart wurden. Alle Ziele waren gleich gewichtet und floßen zu je einem Drittel in die Bewertung der LTA ein. Die LTA hatten ein Maximum von 60 % der gesamten variablen Vergütung und 150 % der Zielgröße. Für jedes Vorstandsmitglied galten die folgenden drei Ziele: die RTST der Deutsche Bank-Aktie, das organische Kapitalwachstum und der „Culture and Clients Faktor“. Somit kam es zu Änderungen in den Zielkennziffern und -kriterien. Das RTSR wurde von einer zwei Drittel Bewertung auf ein Drittel reduziert. Zudem wurde eine Zwischengrenze von 80 % eingeführt und die Vergleichsgruppe angepasst. Das Ziel organisches Kapitalwachstum auf Netto-Basis steht im Zusammenhang mit dem Wachstum und der Stärkung der Bank und stellt ein neu eingeführtes Ziel für die Vorstandsmitglieder dar. Neben der Veränderung der variablen Vergütung wurde zudem eine Clawback-Regelung eingeführt als auch die Umsetzung der Restricted

Incentive Awards (RIA) erweitert. Die RIA sollten sicherstellen, dass ein erheblicher Teil der variablen Vergütung aufgeschoben wird, was eine langfristige Perspektive und langfristige Bindung an den Unternehmenserfolg fördert. Mit dem neuen Modell wurden 75 % der gesamten variablen Vergütung aktienbasiert gewährt (vgl. Deutsche Bank 2017).

8.3.1.3. *Fazit der Fallstudie Deutsche Bank AG*

Die vorliegende Fallstudie zeigt, wie die Deutsche Bank AG die SOP-Ergebnisse zu ihrer Vergütungspolitik in Form eines neuen Systems umsetzte. An dem neu eingeführten Vergütungssystem 2016 kritisierten die InvestorInnen mangelnde Transparenz der variablen Vergütung. Sowohl die Ziele als auch die Leistungskriterien waren nicht ausreichend definiert. Insbesondere stieß die Erweiterung der variablen Vergütung durch die DPA auf Kritik. Hier wurde keinerlei Bemessungsgrundlage angegeben und diese beruhten ausschließlich auf den Einschätzungen des Aufsichtsrats. Die AktionärInnen empfanden die variable Vorstandsvergütung im Allgemeinen als zu hoch und nicht transparent genug. Ab 2017 wurde das System deutlich vereinfacht und mit transparenteren Leistungskriterien verknüpft, um es für die AktionärInnen verständlicher zu machen. Das neue Vergütungssystem bestand aus gemeinschaftlichen, divisionalen und individuellen Zielen, die alle genau definiert waren und klare Bewertungskriterien sowie Grenzen aufwiesen. Insbesondere wurden die RIA verschärft, um nachhaltiges Verhalten der Vorstände zu fördern. Die Einführung einer Clawback-Klausel besänftigte zudem den weitverbreiteten Unmut der AktionärInnen aufgrund von vergangenen Skandalen. Die Bestrafung des Fehlverhaltens des Managements konnte somit leichter erfolgen. Die Deutsche Bank AG nahm die Kritik ihrer InvestorInnen ernst und setzte diese erfolgreich um, was zu einer AktionärInnenzustimmung für das Vorstandsvergütungssystem 2017 von mehr als 96 % führte. Die Integration der AktionärInnenanliegen verbesserte die Kommunikation zwischen der Bank und ihren InvestorInnen. Die Zufriedenheit der AktionärInnen wurde gesteigert als auch unvorteilhafte Medienpräsenz vermieden. Obwohl es zu diesem Zeitpunkt noch kein offizielles SOP-Gesetz gemäß ARUG II gab, hat das SOP-Prinzip in diesem Fall bereits effektiv funktioniert.

8.3.2. Merck KGaA 2017

8.3.2.1. *Fallbeschreibung Merck KGaA*

Die nächste Fallstudie befasst sich mit dem Chemie- und Pharmaunternehmen Merck KGaA in den Jahren 2016 bis 2018. Im Rahmen der Fallbeschreibung werden zunächst der Hintergrund und Ablauf des Falls beschrieben. Anschließend erfolgt eine detaillierte Analyse der Aktionen und Reaktionen sowohl der Merck KGaA als auch ihrer InvestorInnen.

Bereits in dem Geschäftsbericht 2016 kündigte das Unternehmen die Umgestaltung seines Vorstandsvergütungssystems an und stellte in diesem die Grundzüge des neuen Systems vor. Der Änderungsgrund lag laut Merck KGaA darin, der neuen organisatorischen Ausrichtung und den Prinzipien einer nachhaltigen und erfolgsorientierten Unternehmensführung gerecht zu werden. Bei der Überarbeitung der Vergütungsstruktur wurden die Empfehlungen einer unabhängigen Vergütungsberatung berücksichtigt. Zu den Änderungen gehören die Einführung des neuen Merck Long-Term Incentive Plans (LTIP), die Implementierung von Aktienkauf- und Halteverpflichtungen gemäß der Share Ownership Guideline, die Umstellung der Altersvorsorge von drei Mitgliedern von leistungsorientierten auf beitragsorientierte Pensionszusagen und die Anpassung der Auszahlung der Gewinnbeteiligung. In der Hauptversammlung 2017 stellte das Unternehmen seinen AktionärInnen ein neues Vorstandsvergütungssystem vor, welches von diesen mit einer Abstimmungsquote von 53,96 % abgelehnt wurde (vgl. DSW). Im Allgemeinen befasste sich die Kritik der InvestorInnen darauf, dass das System zur Vorstandsvergütung nur schwer nachvollziehbar sei und zu viel Raum für einmalige Zahlungen ließe (Pharmazeutische Zeitung 2018).⁴ Das Unternehmen war nicht zur Abstimmung über das System verpflichtet und auch das Ergebnis war nicht rechtlich bindend. Dennoch orientierte sich die Merck KGaA an den Wünschen ihrer InvestorInnen und überarbeitete das Vergütungssystem gemeinsam mit einer unabhängigen Vergütungsberatung. Das neu konzipierte System wurde in der Hauptversammlung 2018 den AktionärInnen zur Abstimmung vorgelegt und erhielt eine Zustimmung von mehr als 92 %.

8.3.2.2. Systemvergleiche Merck KGaA

Im Folgenden werden die Vergütungssysteme und ihre einzelnen Bestandteile in den Jahren 2016 bis 2018 vorgestellt und die vorgenommenen Änderungen analysiert.

Bevor die Systeme untersucht werden, wird eine kurze Einführung in die Corporate Governance Struktur der Merck KGaA für die Vorstandsvergütung gegeben. Es ist zu berücksichtigen, dass das Unternehmen in der Rechtsform einer Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) agiert und die Vorstandsmitglieder nicht nur angestellte Organmitglieder sind, sondern persönlich haftende GesellschafterInnen. Obwohl Merck KGaA aufgrund der Rechtsform nicht den Regelungen des DCGK unterliegt, hat das Unternehmen beschlossen, diesen dennoch zu folgen. Die Vergütung der Geschäftsleitung orientiert sich sowohl an nationalen Vorgaben wie dem Aktiengesetz und dem DCGK, als auch an externen Vergleichsmaßstäben, darunter andere DAX-

⁴ Kein öffentlicher Zugang durch die Merck KGaA zu den genauen Kritikpunkten der AktionärInnen in Form von Gegenanträgen oder ähnliches. Limitierte Quellen zu den genauen Ablehnungsgründen der AktionärInnen.

Unternehmen und internationale Wettbewerber. Im Unterschied zu einer Aktiengesellschaft ist nicht der Aufsichtsrat, sondern der Gesellschafterrat der Merck KGaA für die Festlegung der Vergütung zuständig. Der Gesellschafterrat hat seine Zuständigkeit an den Personalausschuss übertragen, der sich hauptsächlich mit der Ausgestaltung und Überprüfung der Geschäftsleitung und deren Vergütung befasst (vgl. Merck 2016). Die beschriebenen Fälle der Vergütungsvoten sind von freiwilliger Natur, das Unternehmen ist weder zur Durchführung noch zur Änderung nach einer Systemablehnung gesetzlich verpflichtet.

Die folgende *Tabelle 5* gibt eine Übersicht über die einzelnen Bestandteile der Vorstandsvergütung der Merck KGaA von 2016 bis 2018.

Komponente	2016	2017	2018
Fixe Vergütung	Grundvergütung	Grundvergütung	Grundvergütung
	Nebenleistungen wie Beiträge zu Versicherungen, Aufwendungen für Personenschutz, Dienstwagen	Nebenleistungen wie Beiträge zu Versicherungen, Aufwendungen für Personenschutz, Dienstwagen	Nebenleistungen wie Beiträge zu Versicherungen, Aufwendungen für Personenschutz, Dienstwagen
Variable Vergütung	Gewinnbeteiligung	Gewinnbeteiligung	Gewinnbeteiligung
	Einmalzahlungen	Einmalzahlungen	
		Merck Long-Term Incentive Plan	Merck Long-Term Incentive Plan
		Share Ownership Guideline	Share Ownership Guideline
Pensionsrückstellungen	Leistungsorientierte Pensionsvereinbarungen	Beitragsorientierte Pensionsvereinbarung	Beitragsorientierte Pensionsvereinbarung
Sonstige Regelungen			Clawback-Klausel
			Betragsmäßige Vergütungsobergrenze

Tabelle 5: Vergütungsgrundstruktur der Vorstandsmitglieder der Merck KGaA von 2016 bis 2018

Die fixe Vergütung der Vorstandsmitglieder ist über die Dreijahresspanne unverändert geblieben. Diese setzte sich aus dem Grundgehalt, den Beiträgen zur betrieblichen Altersversorgung sowie sonstigen Leistungen zusammen (vgl. Merck 2016). Die variable Vergütung wurde einigen Anpassungen in der Dreijahresspanne unterzogen.

Im Geschäftsjahr 2016 bestand die variable Vergütung des Vorstandvergütungssystems der Merck KGaA aus zwei Hauptkomponenten: der Gewinnbeteiligung und Einmalzahlungen (vgl. ebd.). Die Gewinnbeteiligung wurde auf Basis eines rollierenden Dreijahresdurchschnitts des Ergebnisses nach Steuern der Merck KGaA berechnet. Die Mitglieder der Geschäftsleitung erhielten individuell festgelegte Promillesätze, die sich am Konzerngewinn orientierten. Diese Gewinnbeteiligung war somit direkt an die finanzielle Leistung des Unternehmens geknüpft

und diente als Anreiz für die Führungskräfte, zum langfristigen Erfolg des Unternehmens beizutragen. Die Einmalzahlungen wurden hingegen nur in Ausnahmefällen gewährt und erfolgten auf freiwilliger Basis durch den Personalausschuss. Sie wurden nach freiem Ermessen vergeben und dienten als zusätzliche Anerkennung für besondere Leistungen oder als Belohnung für herausragende Leistungsergebnisse, die über die normale Erwartung hinausgingen (vgl. ebd.).

Um der neuen organisatorischen Ausrichtung und den Prinzipien einer nachhaltigen und erfolgsorientierten Unternehmensführung gerecht zu werden, unternahm die Merck KGaA zum Jahr 2017 einige Veränderungen ihres Vorstandsvergütungssystems und erweiterte die variable Vergütung um zwei Komponenten (vgl. Merck 2017). Zum einen dem Merck-LTIP, der auf einem Performance Share Plan basierte, der wiederum auf virtuellen Aktien beruhte. Die Leistung der Vorstandsmitglieder wurde anhand von drei Hauptkennzahlen zu unterschiedlichen Anteilen bewertet: der relativen Aktienkursentwicklung im Vergleich zum DAX (50 %), der EBITDA pre-Marge (25 %) und dem organischen Umsatzwachstum (25 %). Dieser Plan unterlag absoluten Betragsgrenzen für die individuellen Zuteilungswerte und sah vor, dass bei deutlicher Zielverfehlung keine Auszahlung erfolgte (vgl. ebd.). Außerdem wurde eine Share Ownership Guideline eingeführt, um die Verpflichtung zur Investition in die Merck-Aktien zu verstärken. Somit sollten die Interessen der Führungskräfte an den Interessen der AktionärInnen und ihre unternehmerische Verantwortung gefestigt werden. Die Gewinnbeteiligung aus 2016 wurde zusätzlich neugestaltet. Die Leistungskennzahl blieb bestehen und um einen Anpassungsfaktor zur Berücksichtigung der individuellen Leistung ergänzt. Somit konnte die Gewinnbeteiligung je nach Leistung des jeweiligen Vorstandmitglieds mit einer Spannbreite von 0,7 bis 1,3 angepasst werden. Schließlich erfolgte eine umfassende Umstellung der Pensionszusagen von leistungsorientierten auf beitragsorientierte Vereinbarungen (vgl. Merck 2017).

Nach der mehrheitlichen Ablehnung des neuen Systems unternahm die Merck KGaA eine erneute Überarbeitung ihrer variablen Vorstandsvergütung zu dem Geschäftsjahr 2018 (vgl. Merck 2018). Der Merck-LTIP blieb unverändert bestehen und basierte weiterhin auf einem Performance Share Plan mit virtuellen Aktien. Die Gewinnbeteiligung mit dem individuellen Anpassungsfaktor wurde ebenfalls beibehalten. Für die individuelle Bewertung der Vorstandsmitglieder anhand der Spannbreite wurde jedoch ein genauer Kriterienkatalog ergänzt. Dieser erweiterte die Transparenz der Gewinnbeteiligung erheblich (vgl. ebd.). Die Share Ownership Guideline wurde verstärkt, indem Vorstandsmitglieder verpflichtet wurden, Merck-Aktien im Wert von 100 % ihrer jährlichen Brutto-Grundvergütung zu halten. Der oder die Vorsitzende

wurde sogar verpflichtet, 200 % des jährlichen Brutto-Grundvergütung in Merck-Aktien zu halten. Diese Maßnahme sollte die Interessen der Führungskräfte vermehrt an denen der AktionärInnen ausrichten und ihre unternehmerische Verantwortung stärken (vgl. ebd.). Ein wesentlicher Wandel war die Einstellung der Einmalzahlungen, was auf eine Anpassung an internationale AktionärInnenstrukturen zurückzuführen war (vgl. Merck 2018). Außerdem wurde eine neue Clawback-Regelung eingeführt, die besagte, dass bereits zugeteilte Gewährungen aus dem LTIP einbehalten werden konnten, wenn es zu Verstößen gegen interne Regelungen und Richtlinien, Gesetze oder sonstige externe Vorgaben kam, oder bei grob pflicht- oder sittenwidrigem Verhalten im Sinne des Aktiengesetzes. Des Weiteren wurde eine betragsmäßige Obergrenze für die Gewinnbeteiligung eingeführt, welche anhand eines Multiplikationsfaktors für individuelle Leistungen festgelegt wird (vgl. ebd.). Durch diese vorgenommenen Anpassungen konnte eine Zustimmungsquote zum Vorstandsvergütungssystem von mehr als 92 % erzielt werden.

8.3.2.3. *Fazit der Fallstudie Merck KGaA*

Die Merck KGaA reagierte auf AktionärInnenkritik und unternahm von 2016 bis 2018 signifikante Änderungen an ihrem Vorstandsvergütungssystem. Nach einer Ablehnung des neuen Systems im Jahr 2017, das als intransparent und mit zu vielen Einmalzahlungen kritisiert wurde, überarbeitete das Unternehmen seine Vergütungsstruktur. Auf der Hauptversammlung 2018 erhielt das überarbeitete System eine hohe Zustimmungsquote von mehr als 96 % von den AktionärInnen. Im Rahmen der Änderungen wurden verschiedene Maßnahmen ergriffen, darunter die Einführung des aktienbasierten Merck-LTIP und die Share Ownership Guideline zur Verstärkung der Aktienbeteiligung der Vorstandsmitglieder. Diese Änderungen minderten den Interessenskonflikt zwischen den AktionärInnen und Führungskräften. Um der geäußerten Kritik der InvestorInnen gegenüber der mangelnden Transparenz der Vergütung entgegenzukommen, wurden klare Kriterien für die individuelle Bewertung der Vorstandsmitglieder in der Gewinnbeteiligung offengelegt. Ein weiterer wesentlicher Schritt war die Abschaffung von Einmalzahlungen, um sich an internationale AktionärInnenstrukturen anzupassen und die kritisierte zu hohe variable Vorstandsvergütung zu mindern. Zudem wurde mit dem neuen System ab dem Geschäftsjahr 2018 eine Clawback-Regelung und eine betragsmäßige Obergrenze für die Gewinnbeteiligung eingeführt. Die vorgenommenen Änderungen hatten das Ziel die Vergütungspolitik besser an die Unternehmensziele und die Interessen der AktionärInnen auszurichten, die Transparenz zu erhöhen und sicherzustellen, dass die Vergütung der Leistung entspricht. Die Reaktion der AktionärInnen auf die Überarbeitung des Vergütungssystems zeigt, dass die Merck

KGaA erfolgreich auf ihre Bedenken eingegangen ist. Das freiwillig durchgeführte SOP hat auch ohne gesetzliche Pflicht eine Umstrukturierung bewirkt und die Zufriedenheit der InvestorInnen bzgl. der Vorstandsvergütung erhöht.

8.3.3. Münchener Rück AG 2017

8.3.3.1. *Fallbeschreibung Münchener Rück AG 2017*

Ein weiteres Unternehmen, das auf seiner Hauptversammlung 2017 mit einer Ablehnung des Vorstandsvergütungssystems konfrontiert wurde, ist die Münchener Rück AG. Mit einer Mehrheit von 65,71 % entschieden sich die AktionärInnen gegen das seit 2013 geltende Vergütungssystem des Vorstands der Rückversicherungsgesellschaft. Damit bietet das Unternehmen die niedrigste Zustimmungsquote des Untersuchungszeitraums von 2016 bis 2023 dieser Arbeit. Hintergrund der Abstimmung ist in diesem Fall nicht der Vorschlag der Unternehmung zu einem neuem Vergütungssystem, sondern die hohe Kritik an der bestehenden Vorstandsvergütung von StimmrechtsberaterInnen und institutionellen InvestorInnen (vgl. Schnorr 2017). Die Münchener Rück AG nutzte seit dem Jahr 2013 das gleiche Vergütungssystem ohne zeitgerechte Anpassungen. Einer der Kritikpunkte an der Vergütungspolitik war die mangelnde Transparenz. Die Vergütung sei nicht nachvollziehbar und orientiere sich nicht ausreichend an den erreichten Unternehmensergebnissen (vgl. Mortier 2018). Bei der Bemessung der Boni hätte der Aufsichtsrat zu viel diskretionären Spielraum. Zudem wurde die Unabhängigkeit des Vergütungsausschusses angezweifelt (vgl. Schnorr 2017). Die hohe negative Medienpräsenz führte zu einer Abstimmung über das Vorstandvergütungssystem auf der Hauptversammlung 2017. Auch wenn der Aufsichtsrat und Vorstand ihre Empfehlung zur Billigung des Systems, bestehend seit dem 1. Januar 2013, gaben (vgl. Münchener Rück 2017(b)), entschieden sich die InvestorInnen mit großer Mehrheit dagegen. Die Münchener Rück AG reagierte auf die Ablehnung mit einem Vorschlag für ein neues Vergütungssystem geltend ab dem Geschäftsjahr 2018. Dieses wurde erstmalig in dem Geschäftsbericht 2017 vorgestellt und die Unterschiede zum vorherigen System betont. Der Vorschlag für die neue Vergütungspolitik wurde mit einer AktionärInnenmehrheit von 92,03 % auf der Hauptversammlung 2018 angenommen (vgl. ebd.). Bei der Entwicklung der neuen Vorstandsvergütungspolitik integrierte der Aufsichtsrat die Meinungen der InvestorInnen und stand mit diesen in regem Austausch. Laut der Gesellschaft wurden die genannten Kritikpunkte entgegengenommen und umgesetzt (vgl. Münchener Rück 2017(a)).

8.3.3.2. *Systemvergleiche Münchener Rück AG*

Im Folgenden werden die Vergütungssysteme und ihre einzelnen Bestandteile in den Jahren 2017 und 2018 vorgestellt und die vorgenommenen Änderungen analysiert.

Bevor die Systeme jedoch untersucht werden, wird eine kurze Einführung in die Corporate Governance Struktur der Münchener Rück AG für die Vorstandsvergütung gegeben. Bis zur Ablehnung der Vorstandsvergütungspolitik in der Hauptversammlung 2017 beschloss das Aufsichtsratsplenum das Vergütungssystem für den Vorstand und prüfte dieses regelmäßig. Der Personalausschuss des Aufsichtsrats, dem der Vorsitzende des Aufsichtsrats sowie je ein Delegierter der AnteilseignerInnen und der ArbeitnehmerInnen angehörten, bereitete die Beschlussanträge zur Vorstandsvergütung für das Aufsichtsratsplenum vor (vgl. Münchener Rück 2017(a)). Nach der Anzweiflung der Unabhängigkeit der Vergütung seitens der InvestorInnen, änderte die Münchener Rück AG ihre Corporate Governance Struktur (vgl. Münchener Rück 2018). Ab dem Geschäftsjahr 2018 wurde durch den Aufsichtsrat ein eigenständiger Vergütungsausschuss eingesetzt. Dieser bestand sowohl aus dem Aufsichtsratsvorsitzenden sowie je ein Delegierter der AnteilseignerInnen und der ArbeitnehmerInnen. Nach den Wahlen zum Aufsichtsrat im Jahr 2019 war geplant, den Ausschuss so zu besetzen, dass beide VertreterInnen der AnteilseignerInnen nicht länger als zehn Jahre dem Aufsichtsrat der Gesellschaft angehören konnten. Dies entsprach einer zentralen Forderung der AktionärInnen. Durch die Einrichtung des Vergütungsausschusses wurden alle Angelegenheiten bzgl. der Vergütung der Vorstandsmitglieder vom Personalausschuss auf den Vergütungsausschuss übertragen. Die übrigen Aufgaben des Personalausschusses, wie die Bestellung und Abberufung von Vorstandsmitgliedern sowie der Abschluss von Verträgen, blieben davon unberührt (vgl. ebd.).

In der folgenden *Tabelle 6* werden die einzelnen Bestandteile der Vorstandsvergütung der Münchener Rück AG in den Jahren 2017 und 2018 gegenübergestellt.

Komponente	2017	2018
Fixe Vergütung	30 % der Gesamtvergütung	50 % der Gesamtvergütung
	Grundvergütung	Grundvergütung
	Nebenleistungen/ Sachbezüge	Nebenleistungen/ Sachbezüge
Variable Vergütung	70 % der Gesamtvergütung	50 % der Gesamtvergütung
	Jahres-Performance (STI) 30 % der variablen Vergütung	Jahres-Performance (STI) 30 % der variablen Vergütung
	Mehrjahres-Performance (LTI) 70 % der variablen Vergütung	Mehrjahres-Performance (LTI) 70 % der variablen Vergütung
Altersversorgung	Beitragsorientierte Pensionsvereinbarung	Beitragsorientierte Pensionsvereinbarung
Sonstige Regelungen	Malus-Regelung zur Begrenzung der variablen Vergütung Share Ownership Guideline	Malus und Clawback-Regelung

Tabelle 6: Vergütungsgrundstruktur der Vorstandsmitglieder der Münchener Rück AG von 2017 und 2018

Die genauen Bestandteile und deren Entwicklungen werden im Folgenden für das jeweilige Vergütungssystem dargestellt. Das Vergütungssystem, über welches die Hauptversammlung im Jahr 2017 abstimmte, wurde von dem Aufsichtsrat im Jahr 2013 konzipiert und seitdem für die Vorstandsvergütung angewendet. Das System bestand grundsätzlich aus zwei Komponenten, zu 30 % aus der festen Vergütung und zu 70 % aus der variablen Vergütung (vgl. Münchener Rück 2017(a)). Die feste Vergütung beinhaltete neben der Grundvergütung auch Sachbezüge und Nebenleistungen (vgl. ebd.). Die variable Vergütung orientierte sich am geschäftlichen Gesamterfolg des Konzerns, den Leistungen definierter Geschäftsbereiche und der individuellen Performance der Vorstandsmitglieder. Sie setzte sich bei 100-prozentiger Zielerreichung zu 30 % aus STI und zu 70 % aus LTI zusammen. Die kurzfristige variable Vergütung basierte auf kollektiven und individuellen Erfolgsbeiträgen sowie der Bewertung der Gesamtleistung. Die Ziele, Bemessungsgrundlage und Parameter der LTI waren mit denen der STI identisch und unterscheiden sich nur in ihrer prozentualen Gewichtung. Gemessen wurden diese Ziele durch Komponenten wie des Economic Earnings und qualitative Kennzahlen. Eine genauere Angabe zu den einzelnen Zielen, Bewertungskriterien und Kennzahlen wurde nicht gegeben. Diese mangelnde Transparenz war einer der Hauptkritikpunkte der InvestorInnen. Die Auszahlung erfolgte bei den STI im zweiten Jahr und bei den LTI im vierten Jahr, wobei ein Teil der Auszahlung für ein verpflichtendes Eigeninvestment in Aktien mit Sperrfristen vorgesehen war. Eine Malus-Regelung begrenzte die langfristige variable Vergütung und negative

Erfolgsbeiträge der Münchener Rück AG konnten zu Kürzungen der Vergütung führen. Die Share Ownership Guidelines verlangten ein verpflichtendes Eigeninvestment der Vorstandsmitglieder in Aktien der Gesellschaft (vgl. Münchener Rück 2017(a)).

Nach der mehrheitlichen Systemablehnung der AktionärInnen im Jahr 2017, überarbeitete die Münchener Rück AG ihre Vorstandsvergütung. Die allgemeinen Bestandteile des Vergütungssystem blieben unverändert. Die Vergütung setzte sich weiterhin aus festen und variablen Bestandteilen zusammen. Die prozentuale Aufteilung der Komponenten hatte sich jedoch verändert. Ab dem Geschäftsjahr 2018 waren die feste und variable Vergütung gleich gewichtet (vgl. Münchener Rück 2018). Die Bestandteile der festen Vergütung blieben konstant und nur ihre Gewichtung hat sich von 30 % der Gesamtvergütung auf 50 % verstärkt. Die Betonung der Grundvergütung träge laut Münchener Rück AG (2017 (a)) zu einer ausgewogeneren Gesamtvergütungsstruktur bei, in der die festen und variablen Vergütungsbestandteile in einem ausgewogenen Verhältnis stehen. Dies ermögliche die Umsetzung einer flexiblen Bonuspolitik, als auch die Option, keine variable Vergütung zu gewähren. Durch die Reduzierung des variablen Anteils soll auch vermieden werden, dass Vorstandsmitglieder aufgrund höherer Boni übermäßige Risiken eingehen (vgl. ebd.). Die variable Vergütung bestand weiterhin zu 30 % aus STI und 70 % LTI und orientierte sich am geschäftlichen Gesamterfolg des Konzerns, den Leistungen definierter Geschäftsbereiche und der individuellen Leistung der Vorstandsmitglieder. Die STI bestanden aus einem Bonusplan mit einer Laufzeit von einem Geschäftsjahr. Die Bemessungsgrundlage war das IFRS-Konzernergebnis. Auch die LTI bestanden aus einem Bonusplan, jedoch mit einer Laufzeit von fünf Geschäftsjahren. Die Bemessungsgrundlage war der TSR, der die Performance der Münchener Rück-Aktie im Vergleich zu ihrer Vergleichsgruppe misst. Neben einer transparenteren Bemessungsgrundlage der variablen Vergütung, wurde zu dem die genaue lineare Skalierung zur Bewertung offengelegt (vgl. ebd.). Zudem galten ab dem Geschäftsjahr 2018 für die LTI Malus- und Clawback-Regelungen. Diese ermöglichten es dem Aufsichtsrat, bei negativen Erfolgsbeiträgen die variable Vergütung zu kürzen und bereits ausgezahlte variable Vergütungsbestandteile wieder zurückzufordern. Zudem wurden die Share Ownership Guidelines entfernt und es war nicht vorgesehen, dass Vorstandsmitglieder Eigeninvestitionen in Aktien der Gesellschaft tätigen (vgl. ebd.). Eine weitere Änderung des Vergütungssystems war die Offenlegung eines Kriterienkatalogs mit Bonus- und Malus-Aspekten. Dieser beinhaltete die Bemessungskriterien und Bewertungsgrundlagen für die individuelle und kollektive Managementleistung als auch für die Lage, Erfolg und Zukunftsaussichten des Unternehmens (vgl. ebd.). Dies stellte eine deutliche Verbesserung der Transparenz dar und das

angepasste Vorstandsvergütungssystem erhielt somit eine Zustimmungsquote von mehr als 92%.

8.3.3.3. *Fazit der Fallstudie Münchener Rück AG*

Die Abstimmung über das Vergütungssystem der Münchener Rück AG wurde nicht aufgrund der Einführung eines neuen Systems, sondern aufgrund des veralteten bestehenden Systems eingeleitet. Die hohen negativen Äußerungen zu der Vorstandsvergütungspolitik veranlasste die Gesellschaft dazu, eine Abstimmung über das System durchzuführen, welches mit großer Mehrheit in der Hauptversammlung 2017 abgelehnt wurde. Die InvestorInnen bemängelten die Transparenz und Unabhängigkeit der Vorstandsvergütung. Die Versicherungsgesellschaft reagierte auf das SOP und integrierte die geäußerte Kritik in ihre Überarbeitung des neuen Systems ab dem Geschäftsjahr 2018. Die Münchener Rück AG änderte ihre Corporate Governance Struktur und führte einen unabhängigen Vergütungsausschuss ein. Zudem kritisierten einige InvestorInnen, die Boni als zu hoch und den Spielraum des Aufsichtsrats als zu groß. AktionärInnen schlugen eine Stärkung des Fixgehalts vor. Dies wurde im neuen Vergütungssystem umgesetzt und das Grundgehalt stieg von 30 % auf 50 % der Gesamtvergütung an. Ein weiterer Kritikpunkt war die mangelnde Transparenz und eine schwer nachvollziehbare Vergütungsstruktur. Das vorherige Vergütungssystem gab keine genauen Ziele, Kennzahlen oder Bewertungskriterien der Vergütung an. Im neuen System wurden ein Kriterienkatalog und die Bewertungsmechanismen und -grenzen offengelegt. Die spezifischen Ziele der Vergütung werden im folgenden Geschäftsjahr publiziert. Die nachträgliche Offenlegung erfolgt aus wettbewerbsbedingten Gründen, da die Versicherungsgesellschaft ihre Ziele nicht vorher mit ihren MitstreiterInnen teilen möchte. Zusammenfassend bietet das Vergütungssystem ab 2018 eine Verbesserung der Transparenz und Unabhängigkeit der Vorstandsvergütung der Münchener Rück AG. Der hier beschriebene Fall ist ein Beispiel für den Einfluss der AktionärInnen und StimmrechtsberaterInnen auf die Vergütungspolitik der Unternehmen. Um negative Schlagzeilen und den Unmut ihrer InvestorInnen zu vermeiden, führte die Münchener Rück AG ein freiwilliges SOP über ihr bestehendes Vorstandsvergütungssystem durch. Gleichzeitig stellt die hier beschriebene Situation auch ein Beispiel für die Vorteile des neu eingeführten ARUG II in Deutschland dar. Laut dem Gesetz sind die Aktiengesellschaften dazu verpflichtet bei grundlegenden Änderungen, aber mindestens alle vier Jahre eine Abstimmung über das geltende Vergütungssystem durchzuführen. Somit soll verhindert werden, dass veraltete Systeme zur Bewertung der Vorstände genutzt und entstehende Missbilligungen der AktionärInnen gegenüber der Vergütung vermieden werden, wie es in dem Fall der Münchener Rück AG im Jahr 2017 war.

8.3.4. Rheinmetall AG 2020

8.3.4.1. *Fallbeschreibung Rheinmetall AG*

Auf der Hauptversammlung 2020 wurde das neu eingeführte Vergütungssystem der Vorstandsmitglieder der Rheinmetall AG mit einer Mehrheit von 56,86 % abgelehnt (vgl. DSW). Mit der Einführung von ARUG II zum Geschäftsjahr 2020 war die Rheinmetall AG dazu verpflichtet gemäß Art. § 120a Abs. 1 AktG, bei grundlegenden Änderungen das neue Vergütungssystem ihren Vorstandsmitgliedern in der Hauptversammlung zur Billigung vorzulegen. Die erste gesetzliche Abstimmung hätte zur Hauptversammlung 2021 durchgeführt müssen. Das neue System 2020 sollte die ARUG II -Richtlinien in die bisherige Vergütung der Rheinmetall AG integrieren. Dabei sollten die marktüblichen Konditionen in Einklang mit der zweiten Aktionärsrechterichtlinie und den Empfehlungen des DCGK gebracht werden. Aus Sicht der InvestorInnen scheiterte die Rheinmetall AG jedoch und sie lehnten die neue Vergütungspolitik ab. Laut der deutschen Kapitalverwaltungsgesellschaft Helaba-Invest „beruhen die variablen Vergütungsbestandteile nicht überwiegend auf einer mehrjährigen [!] Bemessungsgrundlage...“ (Helaba Invest 2020). Der DCGK spricht seine Empfehlung dazu aus, dass die langfristige variable Vergütung einen größeren Anteil als die kurzfristig variable Vergütung repräsentieren soll. Die Rheinmetall AG scheiterte somit in dieser Umsetzung laut Helaba-Invest (2020). Zudem kritisierte die Kapitalanlagegesellschaft die Abfindungs- und Altersversorgungsregelungen für die Vorstandsmitglieder der Rheinmetall AG. Die Abfindung und Beteiligung der Gesellschaft an der Altersversorgung sei an zu geringe Voraussetzungen geknüpft und zu hoch bemessen (vgl. ebd.).⁵ Die Rheinmetall AG reagierte auf die Kritik ihrer AktionärInnen und weiterer StimmrechtsberaterInnen mit der Überarbeitung des vorgestellten Systems. Auch die erneute Abstimmung über die Vergütungspolitik entspricht der neuen Gesetzesregelung von ARUG II gemäß Art. §120a Abs. 3 AktG: „Hat die Hauptversammlung das Vergütungssystem nicht gebilligt, so ist spätestens in der darauffolgenden ordentlichen Hauptversammlung ein überprüftes Vergütungssystem zum Beschluss vorzulegen.“ (AktG 2019, §120a Abs. 3). Im Geschäftsbericht 2021 wurde ein neues Vergütungssystem präsentiert, welches ab dem Geschäftsjahr 2022 gelten sollte. Dieses wurde von den AktionärInnen auf der Hauptversammlung 2021 mit einer Mehrheit von 92,61 % gebilligt.

⁵ Es gibt keine genauere Darstellung der AktionärInnenkritik auf der Unternehmenswebsite der Rheinmetall AG. Lediglich die Erwähnung, dass die Kritik entgegengenommen wurde und in die Gestaltung des neuen Systems integriert wurde.

8.3.4.2. *Systemvergleiche Rheinmetall AG*

Im Folgenden werden die Vergütungssysteme der Jahre 2019, 2020 und 2022 vorgestellt und miteinander verglichen. Vor der Systemuntersuchung wird eine kurze Einführung in die Corporate Governance Struktur der Rheinmetall AG für ihre Vorstandsvergütung gegeben. Der Aufsichtsrat war gemeinsam mit dem Personalausschuss für die Vorstandsvergütung der Rheinmetall AG verantwortlich (vgl. Rheinmetall 2021). Der Personalausschuss war für die Gestaltung des Vorstandvergütungssystems als auch der Leistungsbeurteilung des Vorstands und der regelmäßigen Überprüfung der Höhe, Angemessenheit und Üblichkeit der Vorstandsvergütung verantwortlich. Nach der Konzeption des Vergütungssystems wurde dieses anschließend gemeinsam von dem Aufsichtsrat und externen unabhängigen VergütungsexpertInnen geprüft. Bei der Analyse der Vergütungssysteme ist zu beachten, dass es zu keiner einheitlichen Anwendung eines einzigen Systems in dem untersuchten Zeitraum kam. Sowohl das Vergütungssystem 2019 als auch das Vergütungssystem 2020 wurden in den Geschäftsjahren 2019 bis 2021 für verschiedene Vorstandsmitglieder angewendet. Der Hauptgrund lag in den vertraglichen Regelungen. So galt im Geschäftsjahr 2021 für die Vorstandsmitglieder Herrn Peter Sebastian Krause und Herrn Jörg Grotendorst das Vergütungssystem 2020 und für die beiden Mitglieder Herrn Armin Papperger und Helmut P. Merch das Vergütungssystem 2019 (vgl. ebd.).

In der folgenden *Tabelle 7* werden die einzelnen Bestandteile der Vorstandsvergütungssysteme 2019, 2020 und 2022 gegenübergestellt.

Komponente	2019	2020	2022
Anwendungsbereich im Geschäftsjahr 2021	<i>Armin Papperger Helmut P. Merch</i>	<i>Peter S.Krause Jörg Grotendorst</i>	<i>Gesamter Vorstand</i>
Fixe Vergütung	Grundvergütung	Grundvergütung	Grundvergütung
	Nebenleistungen wie Beiträge zu Versicherungen, Dienstwagennutzung	Nebenleistungen wie Beiträge zu Versicherungen, Dienstwagennutzung	Nebenleistungen wie Beiträge zu Versicherungen, Dienstwagennutzung
Variable Vergütung	STI → 1-Jahresperiode → Cap: 200 %	STI → 1-Jahresperiode → Cap: 300 %	STI → 1-Jahresperiode → Cap: 250 %
	LTI → 3-Jahresperiode	LTI → 3-Jahresperiode	LTI → 5-Jahresperiode
Altersversorgung	Leistungsorientierte Pensionszusagen: Kapitalbausteinplan = Grundbeitrag + erfolgsabhängiger Aufbaubeitrag	Leistungsorientierte Pensionszusagen: Kapitalbausteinplan = Grundbeitrag + erfolgsabhängiger Aufbaubeitrag	Leistungsorientierte Pensionszusagen: Kapitalbausteinplan = Grundbeitrag + erfolgsabhängiger Aufbaubeitrag
Sonstige Regelungen		Clawback-Klausel	Malus- und Clawback-Klausel
		Maximalvergütung als absoluter Betrag für gesamten Vorstand	Maximalvergütung unterteilt als absolute Beträge für einzelne Vorstandsmitglieder
			Share Ownership Guidelines

Tabelle 7: Vergütungsgrundstruktur der Vorstandsmitglieder der Rheinmetall AG von 2019, 2020 und 2022

Im Folgenden werden die drei Vergütungssysteme detaillierter analysiert. Jedes Vergütungssystem bestand aus festen und variablen Bestandteilen als auch der Altersversorgung. Die feste Vergütung hat sich nicht verändert und ist über die Jahre hinweg konstant geblieben. Diese bestand aus einer Grundvergütung und Nebenleistungen. Auch die Gestaltung der Altersversorgung ist konstant geblieben (vgl. Rheinmetall 2021).

Die variable Vergütung des Systems 2019 setzte sich aus kurzfristigen und langfristigen Bestandteilen zusammen. Die STI hatten einen Bemessungszeitraum von einem Jahr und das Ergebnis vor Steuern (EBT) und die Gesamtkapitalrendite (ROCE) dienten als finanzielle Kennzahlen mit einer jeweiligen Gewichtung von 40 %. Zudem wurden nicht-finanzielle, kollektive und individuelle Ziele zur Bewertung integriert, welche eine Gewichtung von maximal 20 % hatten. Der Bemessungszeitraum der LTI beinhaltete die letzten drei Geschäftsjahre. Die

Kennzahl zur Messung des Erfolgsziels bildete der durchschnittlich bereinigte EBT der letzten drei Geschäftsjahre. Neben den regulären STI und LTI hatte der Aufsichtsrat die Option zur Gewährung eines Sonderbonus für die Vorstandsmitglieder. Dieser diente zur Wertschätzung besonderer Leistung oder Einsatz, welcher zu einem Vorteil für die Gesellschaft geführt hatte (vgl. Rheinmetall 2019).

Um das Vergütungssystem 2019 an die neuen Standards anzupassen, entwickelte die Rheinmetall AG das neue Vergütungssystem 2020. Der variable Bestandteil dieses Systems setzte sich auch aus STI und LTI zusammen (vgl. ebd.). Bei der kurzfristigen variablen Vergütung blieb der Bemessungszeitraum und die finanziellen und nicht-finanziellen Kennzahlen unverändert. Die Bewertungsspannbreite der STI wurde in dem neuen System jedoch erhöht und um einen Modifier erweitert. Dieser konnte die Spannbreite um 20 % senken oder erhöhen. Der Modifier ermöglichte es dem Aufsichtsrat bei außergewöhnlichen Entwicklungen die aus der Zielerreichung ergebenden Werte nach billigem Ermessen nach oben oder unten anzupassen. Die maximale Bewertung belief sich in dem neuen System auf 300 %, also 100 % mehr als in dem vorherigen System (vgl. Rheinmetall 2021). Der Bemessungszeitraum der LTI belief sich weiterhin auf drei Jahre. Das EBT blieb als Kennzahl für das Erfolgsziel bestehen und wurde um den TSR erweitert. Der maximale Wertbetrag des EBT zur Bewertung wurde von 300 Millionen auf 750 Millionen Euro erhöht. Das Vergütungssystem 2020 wurde um die Angabe der Maximalvergütung erweitert. Diese setzte sich aus den einzelnen Obergrenzen der Vergütungsbestandteile zusammen und umfasste die Angabe einer Maximalvergütung ohne Nebenleistungen und Altersversorgung für das Ressort Automotive von knapp 3 Millionen Euro und für das Ressort Personal 2,7 Millionen Euro. Zudem wurde mit der Einführung des Systems 2020 auch die Clawback-Klausel eingeführt. Diese gewährte der Gesellschaft das Recht, Teile der unter den STI oder LTI ausgezahlten Beträge zurückzufordern, selbst wenn die für diese Auszahlungen relevanten vereinbarten Ziele erreicht wurden (vgl. Rheinmetall 2021).

Nach der mehrheitlichen Ablehnung des neu vorgestellten Vergütungssystems, nahm die Rheinmetall AG Veränderungen an ihrer Vergütungspolitik vor und integrierte die Kritik ihrer InvestorInnen. Das Vergütungssystem 2022 wurde zur Verbesserung des Systems 2020 vorgeschlagen und mit großer Mehrheit von den AktionärInnen gebilligt (vgl. Rheinmetall 2021). Die variable Vergütung setzte sich weiterhin aus STI und LTI zusammen, wobei Veränderungen an den einzelnen Bestandteilen vorgenommen wurden. Der Bemessungszeitraum und das EBT als Kennzahlen blieben in der kurzfristigen variablen Vergütung bestehen. Das ROCE wurde durch

den Operative Free Cashflow (OFCF) ersetzt. Die nicht-finanziellen, individuellen und kollektiven Ziele blieben mit einer Gewichtung von 20 % bestehen. Der eingeführte Modifier des abgelehnten Vergütungssystems wurde wieder entfernt und zudem die Maximalobergrenze der STI um 50 % verringert und beträgt in dem neuen System somit 250 % der Zielvergütung (vgl. ebd.). Auch die langfristig variable Vergütung wurde angepasst und betrug ab dem Geschäftsjahr 2022 einen Bemessungszeitraum von vier Jahren vorwärtsgerichtet und nicht mehr drei Jahre rückwärtsgerichtet wie in den Vergütungssystemen 2019 und 2020. Die Kennzahlen zur Bewertung der Erfolgsziele der LTI wurden einer Überarbeitung unterzogen und ESG-Kriterien mit einer Gewichtung von 20 % der LTI als Kennzahl integriert. Der maximale Anteil der LTI betrug 250 % des Zielbetrags (vgl. Rheinmetall 2021). Zudem wurde die Malus- und Clawback-Regelung erweitert, welche ab 2022 auch in Fällen von Compliance-Verstößen und fehlerhaften Konzernabschlüssen griff. Die gegebene Maximalvergütung inkludierte ab dem Geschäftsjahr 2022 auch die Nebenleistungen und Altersversorgung und betrug 8 Millionen Euro für den oder die Vorstandsvorsitzende und 4 Millionen Euro für jedes ordentliche Vorstandsmitglied. Eine weitere Erweiterung der Vergütungspolitik des Vorstands umfasste die Share Ownership Guidelines (vgl. ebd.). Diese Anpassungen der Vergütungspolitik bewirkten im darauffolgenden SOP eine Zustimmungsquote von mehr als 92 %.

8.3.4.3. *Fazit der Fallstudie Rheinmetall AG*

Die Systemablehnung für die Vorstandsvergütung der Rheinmetall AG erfolgte erst nach der Einführung des ARUG II, wobei zu diesem Zeitpunkt die neuen Richtlinien bereits in Kraft traten. Die erste verpflichtende Abstimmung über das Vergütungssystem deutscher Aktiengesellschaften, fand auf den Hauptversammlungen 2021 statt. Alle Aktiengesellschaften, die grundlegende Änderungen an ihrer Vergütungspolitik im Geschäftsjahr 2020 vornahmen oder ein Vergütungssystem nutzen, über welches nicht von den AktionärInnen in den letzten drei Jahren abgestimmt wurde, waren zu einem SOP über ihr Vorstandsvergütungssystem auf der Hauptversammlung 2021 verpflichtet. Die Rheinmetall AG nahm Änderungen an ihrem Vorstandsvergütungssystem 2019 für das Geschäftsjahr 2020 vor, um dieses an die neuen Richtlinien des ARUG II anzupassen. Das angepasste System stellte die Gesellschaft ihren AktionärInnen in der Hauptversammlung 2020 vor. Die dort durchgeführte Abstimmung sollte als Vorbereitung auf die neu geltenden SOP-Regelungen in Deutschland dienen. Das vorgeschlagene Vergütungssystem für den Vorstand des Unternehmens, wurde jedoch von den InvestorInnen mehrheitlich abgelehnt.

Gemäß den Bestimmungen der zweiten Aktionärsrechterichtlinie war nun die Rheinmetall AG zur Überarbeitung und erneuten Abstimmung über das neue Vergütungssystem verpflichtet (vgl. AktG 2019, §120a Abs. 3). Dieser Prozess spiegelt die Umsetzung des neuen Gesetzes und die Integration der AktionärInnen in die Gestaltung des Vorstandsvergütungssystems laut ARUG II wider. Die Kritik der AktionärInnen wurde von der Rheinmetall AG aufgegriffen und im Rahmen des neuen Systems berücksichtigt. Die kritisierten Veränderungen des abgelehnten Vergütungssystems 2020 bestanden in der Erhöhung der variablen Vergütung. In diesem System wurde die Maximalbewertung der STI und um einen Modifier ergänzt. Zudem wurde die Bewertung der LTI erweitert. Dies hatte eine verringerte Transparenz der Vergütung und erhöhten Spielraum der Bewertung des Aufsichtsrats zur Folge. Die zu hohe, schwer nachvollziehbare variable Vergütung, insbesondere der Jahresbonus, standen in Kritik der Helaba-Invest. Die Rheinmetall AG nahm die geäußerte Kritik auf und senkte im Vorstandsvergütungssystem 2022 die Maximalbewertung der STI und entfernte zudem den Modifier. Des Weiteren wurde die Bewertung der variablen Vergütung neu definiert und offengelegt und schloss ab 2022 auch ESG-Kriterien ein. Die Clawback-Klausel und Maximalvergütung der Vorstände wurden genauer ausgearbeitet und im Sinne der AktionärInnen erweitert. Eine weitere Änderung stellten die Share Ownership Guidelines dar. Abschließend kann die Systemablehnung der Rheinmetall AG als Vorzeigebispiel der Funktionsweise des ARUG II bzgl. SOP herangezogen werden. Es spiegelt die Integration der AktionärInnen in den Prozess der Systemgestaltung wider. Dass gemäß ARUG II jedoch eine zeitliche Verzögerung in der Berücksichtigung des Einflusses der AktionärInnen auf den Entscheidungsprozess möglich ist, wird anhand des Fallbeispiels sichtbar. Das in der Hauptversammlung 2020 vorgestellte Vergütungssystem, wurde trotz Ablehnung durch die InvestorInnen, im darauffolgenden Geschäftsjahr zur Vorstandsvergütung angewendet. Das neue Vergütungssystem, welches in der Hauptversammlung 2021 von den AktionärInnen mehrheitlich genehmigt wurde, galt erst ab dem Geschäftsjahr 2022.

8.3.5. Fazit der dritten Forschungsfrage

In den beschriebenen Fallstudien wurden vier DAX-Unternehmen analysiert, bei denen es zu Ablehnungen der Vorstandsvergütungssysteme durch ihre AktionärInnen kam. In allen Fällen reagierten die Gesellschaften auf die geäußerte Kritik ihrer InvestorInnen und passten ihre Vergütungspolitik an. Die überarbeiteten Systeme wurden von der darauffolgenden Hauptversammlung mit mehr als 92 % Zustimmungquote gebilligt. Die Fallstudien zeigen, dass bereits vor der Einführung von ARUG II und den damit gesetzlichen Verpflichtungen zur Verbesserung abgelehnter Vergütungssysteme und erneuten Vorlage zur Abstimmung, die Unternehmen

dieses Vorgehen praktizierten. Allgemeine Aussagen über die Bedürfnisse der AktionärInnen bzgl. der Struktur der Vorstandsvergütung lassen sich nicht treffen. Die Hauptkritikpunkte der InvestorInnen betreffen eine mangelnde Transparenz der Vergütungssysteme und eine zu hohe variable Vergütung der Vorstände. Die Umsetzung der AktionärInnenkritik in die neue Vergütungspolitik variiert in den Fallstudien. Nur auf den Kritikpunkt zur Transparenz reagierten alle Gesellschaften gleich, indem sie die Bestandteile und deren Leistungskriterien ihres Vorstandsvergütungssystem spezifizierten. Des Weiteren führten alle vier Gesellschaften eine Clawback-Klausel ein. Diese wird sowohl von ARUG II als auch dem DCGK empfohlen, ist jedoch nicht gesetzlich verpflichtend. Auf die Systemablehnung ihrer InvestorInnen reagierte die Deutsche Bank AG, indem sie ihre variable Vorstandsvergütung vereinfachte und auf die zwei Komponenten STA (40%) und LTA (60%) verkürzte. Zudem wurde von RIA gebraucht gemacht. Diese Maßnahmen wurden ergriffen, um ein nachhaltiges Handeln der Vorstandsmitglieder zu bewirken. Auch die Merck KGaA passte nach der Ablehnung ihres Vergütungssystem die variablen Bestandteile ihrer Vorstandsvergütung an. Die Gesellschaft entfernte die Möglichkeit zur Auszahlung von Einmalzahlungen an die Vorstandsmitglieder und verschärfte ihre Share Ownership Guidelines. Das Ziel war eine stärkere Interessenausgleichung zwischen den Führungskräften und den InvestorInnen. Die Münchener Rück AG hingegen änderte die prozentuale Aufteilung ihrer Vorstandsvergütung. Mit dem neuen Modell, welches eine Zustimmungsquote von mehr als 92 % erhielt, bestand die Vergütung der Vorstandsmitglieder zu 50 % festen und 50 % variablen Komponenten. Die variable Vergütung blieb mit 30 % STI und 70 % LTI bestehen. Die Stärkung des Festgehalts sollte verhindern, dass Vorstandsmitglieder aufgrund höherer Boni übermäßige Risiken eingehen. Die Rheinmetall AG reagierte hingegen wieder mit einer Änderung ihrer variablen Vorstandsvergütung. Die Gesellschaft senkte die Maximalbegrenzung der STI und führte neue Leistungskriterien einschließlich Bewertungszeitraum für die LTI ein. Zudem wurden Share Ownership Guidelines in die Vergütungspolitik des Vorstands aufgenommen. Sowohl die Vergütungssysteme der untersuchten Vorstände als auch die Anpassungen der Gesellschaft nach der Systemablehnung sind individuell. Doch trotz unterschiedlicher Methoden zur Umsetzung der AktionärInnenkritik, erzielten alle vier Unternehmen für ihr überarbeitetes Vergütungsmodell eine Zustimmungsquote von mehr als 92 % von ihren AktionärInnen. Das durchgeführte SOP, gab den AktionärInnen die Möglichkeit ihre Kritik gezielt an den Bestandteilen der Vorstandsvergütung zu äußern. Dieser Austausch trug dazu bei, dass die Gesellschaft die Vergütung ihrer Vorstandsmitglieder nach den spezifischen Bedürfnissen ihrer AktionärInnen anzupassen.

9. Conclusio

Um die immer höher ausfallenden Managergehälter zu dämmen, werden unter anderem die AktionärInnen als Regulierungsinstrument herangezogen. Dies geschieht in Form von SOP. Die gesetzliche Einführung der AktionärInnenabstimmung über die Vorstandsvergütung in Deutschland geschah durch das ARUG II im Jahr 2019. Diese Arbeit untersuchte das Abstimmungsverhalten der AktionärInnen über das Vergütungssystem und den -bericht der DAX-Vorstände von 2016 bis 2023. Hierbei wurde sowohl die Zeit vor als auch nach der Einführung des ARUG II berücksichtigt. Die neue Richtlinie besagt, dass deutsche Aktiengesellschaften mindestens alle vier Jahre oder bei substantiellen Änderungen, ihr Vergütungssystem ihren AktionärInnen zur Abstimmung vorlegen müssen. Darüber hinaus muss jährlich eine Abstimmung über den Vergütungsbericht durchgeführt werden. Gemäß ARUG II handelt es sich um ein konsultatives SOP. Dies bedeutet, dass die Durchführung der Abstimmung über die Vergütungspolitik zwar verpflichtend ist, aber die Ergebnisse der Abstimmungen für das Unternehmen nicht rechtlich bindend sind. Bei einer Systemablehnung durch die AktionärInnen ist der Aufsichtsrat jedoch dazu verpflichtet, in der darauffolgenden Hauptversammlung ein überprüftes Vergütungssystem zur Abstimmung vorzulegen (vgl. AktG 2019, §120a Abs.3). Das ARUG II stellt eine Erweiterung des deutschen Aktiengesetzes dar, jedoch keine tatsächliche Erweiterung der Unternehmenspraxis hinsichtlich der AktionärInnenabstimmung über das Vorstandsvergütungssystem. Bereits vor der neuen Richtlinie stimmten die DAX-Unternehmen in regelmäßigen Abständen über ihr geltendes System zur Vorstandsvergütung ab. Lediglich die Abstimmung über den Vergütungsbericht wurde mit ARUG II erstmalig praktiziert. Weder die Regelmäßigkeit der Abstimmungen noch die Überarbeitung des Vergütungssystems scheinen ein Gesetz benötigt zu haben. Bereits vor ARUG II führten 71% der untersuchten DAX-Unternehmen mindestens alle vier Jahre eine Abstimmung über ihr Vorstandsvergütungssystem durch. Zudem reagierten alle Unternehmen auf eine SOP-Ablehnung mit einer Überarbeitung des Vergütungssystems und erneuter Abstimmung. ARUG II stellt somit keine innovativen Veränderungen bzgl. der SOP-Praxis über die Vorstandsvergütungssysteme in Deutschland dar. Jedoch hat die Richtlinie die Qualität der Abstimmungen verbessert. Das Gesetz hat sowohl die Offenlegung als auch Transparenz der Vorstandsvergütung gesteigert und liefert somit den AktionärInnen eine verbesserte Wissensgrundlage für die Abstimmung. Die transparentere Vergütungspolitik durch ARUG II verbessert somit die Qualität des SOP in Deutschland. Insgesamt zeigt sich, dass eine sorgfältige Ausgestaltung des Vergütungssystems, hohe Transparenz sowie die Beachtung der Empfehlungen von Proxy Advisory-Firmen maßgeblich dazu beitragen können, die Zustimmung der AktionärInnen zu gewinnen. Allerdings zeigt sich keine deutliche

Veränderung in Bezug auf der langfristigen Ausrichtung und leistungsbezogenen Vergütung der DAX-Vorstände durch die Einführung der neuen Richtlinie. Diese Forschungsarbeit zeigte, dass ein höherer prozentualer Anteil an variabler Vergütung sich negativ auf das Abstimmungsverhalten der AktionärInnen zum Vorstandsvergütungssystem auswirkt. Besonders der prozentuale Anteil der LTI korreliert negativ mit der AktionärInnenabstimmung. Diese Ergebnisse widersprechen den Leitfäden von Proxy Advisory-Firmen wie *ISS* und *hkp group* als auch den Empfehlungen des DCGK. Diese besagen, dass der variable Anteil der Vorstandsvergütung größer als das Fixum sein sollte. Zudem sollte sich die variable Vergütung vermehrt auf langfristige Komponenten ausrichten. Auch die durchgeführten Fallstudien zeigen, dass dies nicht immer den Wünschen der AktionärInnen entspricht. Um den Belangen seiner InvestorInnen gerecht zu werden, reduzierte die Münchener Rück AG den variablen Anteil seiner Vorstandsvergütung im Jahr 2018. Neben der mangelnden Transparenz kritisierten die InvestorInnen die Höhe der Boni-Auszahlungen des vorherigen Vergütungssystems. Ab dem Geschäftsjahr 2018 bestand die Vergütung des Vorstands der Münchener Rück AG aus jeweils 50 % feste und 50 % variable Anteile. Diese neue Aufteilung und das dazugehörige System erhielt anschließend eine mehrheitliche AktionärInnenzustimmung. Dass eine Erhöhung des Festgehalts jedoch nicht immer zu einer mehrheitlichen Zustimmung führt, haben die weiteren Fallstudien gezeigt. In diesen stärkten die Gesellschaften ihre langfristige variable Ausrichtung der Vorstandsvergütung und erhielten ebenfalls eine Zustimmungsquote des Vergütungssystems von mehr als 92 %. Damit verdeutlichen die Fallstudien die Schwierigkeit, allgemeingültige Aussagen für deutsche Aktiengesellschaften über Vergütungsstrukturen, die die Zustimmung der AktionärInnen garantiert, zu formulieren. Dies betont die zunehmende Bedeutung des SOP. Es ermöglicht Unternehmen, die Meinungen ihrer AktionärInnen einzuholen und entsprechende Anpassungen vorzunehmen. Die Vergütungsabstimmungen fördern den interaktiven Austausch zwischen der Geschäftsführung bzw. der Aktiengesellschaft und ihren InvestorInnen. Jedoch ist zu beachten, dass AktionärInnen nicht immer rein rational handeln. Unzufriedenheit über Skandale oder andere Themen kann sich in den Abstimmungen niederschlagen. Ein Beispiel hierfür ist die Deutsche Bank AG, bei der besonders die zahlreichen Skandale der Bank und ihre Vorstandsmitglieder selbst in Kritik standen und weniger das Vergütungsmodell an sich. Dennoch ist festzustellen, dass die AktionärInnen sich hinsichtlich der Transparenz einig sind. Je transparenter und detaillierter das Vorstandsvergütungssystem beschrieben wird, desto größer ist die Zufriedenheit der AktionärInnen. ARUG II und das damit gesetzlich eingeführte SOP in Deutschland erhöhen diese Transparenz, sorgen somit für qualitativ hochwertigere Vergütungsabstimmungen und ermöglichen damit bessere Systemanpassungen durch die Aktiengesellschaften. Zudem gewährt die

Einführung der neuen Abstimmung über den Vergütungsbericht ein direktes SOP über die tatsächliche Vorstandsvergütung. Dies stellt eine neuartige Form der Integration dar und erweitert deutlich die Rechte der AktionärInnen in Deutschland. Die Entwicklung ermöglicht es den InvestorInnen nicht nur, das Vergütungssystem selbst zu bewerten, sondern auch die reelle Vergütung zu überprüfen. Selbst in Fällen, in denen das Vergütungssystem intransparent oder schwer verständlich ist, erhalten die AktionärInnen Einblick in das endgültige Ergebnis und die absoluten Zahlen. Diese Maßnahme kann dazu beitragen, das Verständnis der InvestorInnen für das Vergütungssystem zu vertiefen und die Transparenz der Vorstandsvergütung weiter zu erhöhen. Abschließend lässt sich zusammenfassen, dass das ARUG II eine transparentere Vorstandsvergütung der DAX-Unternehmen bewirkte und somit zu einem qualitativ hochwertigerem SOP in Deutschland führte. Auch wenn die Abstimmung über das Vorstandsvergütungssystem keine neue Praxis darstellt, sind die AktionärInnen aufgrund der neuen Gesetzesgrundlagen besser für eine informierte Abstimmung vorbereitet. Das SOP über die reelle Vorstandsvergütung in Form der Abstimmung über den Vergütungsbericht stellt eine innovative Erweiterung der Integration der AktionärInnen in die Vergütungspolitik deutscher Aktiengesellschaften dar.

10. Limitationen und Ausblick

Die Analyse dieser Studie ist durch verschiedene Limitationen gekennzeichnet. Das ARUG II erhielt erst zum Geschäftsjahr 2020 Gültigkeit. Dies hat einen begrenzten Datensatz zur Folge, um die tatsächlichen Auswirkungen der neuen Richtlinie auf die Vorstandsvergütung sowie auf das zuvor praktizierte SOP in Deutschland zu bewerten. Des Weiteren sind die Vergütungsstrukturen der Vorstände äußerst komplex, insbesondere die variablen Vergütungskomponenten. Dies führte dazu, dass in dieser Forschungsarbeit eine vereinfachte Aufteilung der variablen Vergütung in STI und LTI verwendet wurde, ohne Berücksichtigung weiterer Mechanismen. Zudem wurden die Struktur und Anzahl der Vorstandsmitglieder nicht berücksichtigt. Schließlich wurden die Auswirkungen von COVID-19 auf die SOP nicht in die Analyse einbezogen. Die Hauptversammlungen fanden vorwiegend virtuell statt, Unternehmen erlitten Verluste, und die AktionärInnen waren möglicherweise unzufrieden. All diese Punkte hatten eventuelle Einflüsse auf das Abstimmungsverhalten der AktionärInnen. Diese Limitationen bieten Potentiale für weitere Studien in diesem Forschungsfeld. Ein Ausblick auf zukünftige Forschungsmöglichkeiten beinhaltet die detaillierte Analyse der genauen Bestandteile der LTI-Komponente und deren Auswirkungen auf das Abstimmungsergebnis über das Vorstandsvergütungssystem.

Ebenso könnte eine intensivere Untersuchung der Abstimmung über den Vergütungsbericht erfolgen. Des Weiteren wäre eine Untersuchung der Zusammensetzung des Vergütungsausschusses und deren Auswirkungen auf die Abstimmungsergebnisse von Interesse. Die gesetzliche Einführung des SOP durch das ARUG II bietet große Entwicklungsmöglichkeiten der Integration der AktionärInnen in die Vorstandspolitik deutscher Aktiengesellschaften und somit viel Potential zu weiteren Forschungen in diesem Gebiet.

11. Verzeichnis der Gesetze und Richtlinien

AktG (2019): Aktiengesetz vom 31.3.1965 (BGBl. 1965/98) mit allen späteren Änderungen einschließlich der Änderungen zur Gesamtreform des Exekutionsrechts (GREx) vom 14.5.2021 in BGBl. I 2021/86.

Bundesministerium der Justiz Deutschland (2019): Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II). URL: https://www.bmj.de/SharedDocs/Downloads/DE/Gesetzgebung/BGBl/BGBl_ARUG_II.pdf?__blob=publicationFile&v=3

Bundesrepublik Deutschland (2005): Gesetz über die Offenlegung von Vorstandsvergütungen (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz - VorstOG). URL: <https://dip.bundestag.de/vorgang/gesetz-%C3%BCber-die-offenlegung-von-vorstandsverg%C3%BCtungen-vorstandsverg%C3%BCtungs-offenlegungsgesetz-vorstog-g-sig/98567>

Bundesrepublik Deutschland (2009): Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG). URL: <https://dip.bundestag.de/vorgang/gesetz-zur-angemessenheit-der-vorstandsverg%C3%BCtung-vorstag/18860?term=Gesetz%20zur%20Angemessenheit%20der%20Vorstandsverg%C3%BCtung&rows=25&pos=1&ctx=d>

Europäische Kommission (2014): Com (2014) 213 final - Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rats zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre sowie der Richtlinie 2013/34/EU in Bezug auf bestimmte Elemente der Erklärung zur Unternehmensführung.

Parliament of Australia (2011): Corporations Amendment (Improving Accountability on Director and Executive Remuneration) Bill 2011. URL: https://parlinfo.aph.gov.au/parlInfo/download/legislation/billsdgs/638138/upload_binary/638138.pdf;fileType=application%2Fpdf#search=%22r4520%22

Regierungskommission deutscher Corporate Governance Kodex (2019): Deutscher Corporate Governance Kodex, https://www.dcgk.de//files/dcgk/usercontent/de/download/kodex/191216_Deutscher_Corporate_Governance_Kodex.pdf

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.

12. Quellenverzeichnis

Alissa, Walid (2015): Boards' response to shareholders' dissatisfaction: The case of shareholders' say on pay in the UK. In: *European Accounting Review*, 24(4), S. 727-752.

Auer, Benjamin R./ Rottmann, Horst (2020): *Statistik und Ökonometrie für Wirtschaftswissenschaftler eine anwendungsorientierte Einführung*. 4. Aufl. Wiesbaden: Springer Gabler.

Bainbridge, Stephen M. (2009): Is say on pay justified. *Regulation*, 32, S.42-47.

Balsam, Steven/ Boone, Jeff/ Liu, Harrison/ Yin, Jennifer (2016): The impact of say-on-pay on executive compensation. In: *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(2), S. 162-191.

Behrmann, Maximilian/ Remmer Sassen (2016): Anwendung des Say on Pay bei deutschen börsennotierten DAX-Unternehmen–Analyse von Determinanten sowie Unternehmens- und Medienreaktionen. In: *Managementforschung*, 1(27), S. 77-112.

Berrone, Pascual/ Gomez-Mejia, Luis R. (2009): Environmental performance and executive compensation: An integrated agency-institutional perspective. In: *Academy of Management Journal*, 52(1), S. 103-126.

Böcking, Hans-Joachim/ Bundle, Laura (2020): Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie–Implikationen der neuen Vergütungsregelungen für die Corporate Governance in Deutschland. In: *Der Konzern*, 1, S. 15-23.

Börse.de: DAX Branchenentwicklung. URL: <https://www.boerse.de/beste-schlechteste/Dax-Aktien/DE0008469008> [Stand: 05.10.2023]

Brunarski, Kelly R./ Campbell, T. Colin/ Harman, Yvette S. (2015): Evidence on the outcome of Say-On-Pay votes: How managers, directors, and shareholders respond. In: *Journal of Corporate Finance*, 30, S. 132-149.

Bühner, Markus/ Ziegler, Matthias (2017): *Statistik für Psychologen und Sozialwissenschaftler*. 2. Aufl. Hallbergmoos: Pearson.

Bundle, Laura (2021): *Vorstandsvergütung als Mechanismus der Corporate Governance*. Springer Fachmedien Wiesbaden.

Chan, Lilian H./Chen, Kevin C./ Chen, Tai-Yuan/ Yu, Yangxin (2012): The effects of firm-initiated clawback provisions on earnings quality and auditor behavior. In: *Journal of Accounting and Economics*, 54(2-3), S. 180-196.

Conyon, Martin/ Sadler, Graham (2010): Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: Say on pay in the UK. In: *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), S. 296-312.

Copland, James/ Larcker, David F./ Tayan, Brian (2018): The big thumb on the scale: An overview of the proxy advisory industry. In: *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate*

Governance No. CGRP-72, Stanford University Graduate School of Business Research Paper, S. 18-27.

Correa, Ricardo/ LeI, Ugur (2016): Say on pay laws, executive compensation, pay slice, and firm valuation around the world. In: Journal of Financial Economics, 122(3), S. 500-520.

Dauner-Lieb, Barbara/ Preen, Alexander/ Simon, Stefan (2010): Das VorstAG – Ein Schritt auf dem Weg zum Board-System? In: Der Betrieb 63, S. 377–383.

Deane, Stephen (2007): Say on Pay: Results from Overseas: A shareholder voice on executive pay is old news overseas. How well has it worked?. In: Corporate Board, 165, S. 11-18.

Deutsche Bank (2015): Geschäftsbericht 2015. URL: https://investor-relations.db.com/files/documents/annual-reports/Deutsche_Bank_Geschaeftsbericht_2015.pdf?language_id=3

Deutsche Bank (2016): Geschäftsbericht 2016. URL: https://investor-relations.db.com/files/documents/annual-reports/Deutsche_Bank_Geschaeftsbericht_2016.pdf?language_id=3

Deutsche Bank (2017): Geschäftsbericht 2017. URL: https://investor-relations.db.com/files/documents/annual-reports/Deutsche_Bank_Geschaeftsbericht_2017.pdf?language_id=3

DIRK (2014): Stimmrechte auf der Hauptversammlung–Empfehlungen zur Zusammenarbeit mit Proxy Advisors. URL: https://www.dirk.org/wp-content/uploads/2020/11/IR-Guide-Proxy-Advisor_FINAL.pdf [Stand:12.12.2023]

Döring, Nicola/ Bortz, Jürgen (2016): Forschungsmethoden und evaluation. Wiesbaden: Springerverlag.

Drefahl, Christian (2015): Say on Pay in Deutschland und im europäischen Vergleich. In: BOARD 2015/2, S. 43-47.

DSW: DSW-Vorstandsvergütungsstudie 2022. Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2021. URL: <https://www.dsw-info.de/fileadmin/Redaktion/Dokumente/PDF/Presse/Tabellen-Vorstandsverguetung-sstudie2022.pdf>

Eckl, Markus (2016): Hauptversammlung 2016: Gegenanträge. S. 8f. URL: https://hauptversammlung.db.com/files/documents/2016/HV2016_Gegenantraege_de_060516.pdf

Ferri, Fabrizio / Maber, David A. (2013): Say on pay votes and CEO compensation: Evidence from the UK. In: Review of Finance, 17(2), S. 527-563.

Ferri, Fabrizio/ Göx, Robert F. (2018): Executive compensation, corporate governance, and say on pay. In: Foundations and Trends® in Accounting, 12(1), S. 1-103.

Finanzen.net: Indizes – DAX 40. URL: <https://www.finanzen.net/index/dax/40-werte> [Stand:12.12.2023]

Gaida, Detlef (2016) : Hauptversammlung 2016: Gegenanträge. S. 3. URL: https://hauptversammlung.db.com/files/documents/2016/HV2016_Gegenantraege_de_060516.pdf

Göx, Robert F./ Kunz, Alexis H. (2012): Say on pay: ein Überblick über Gestaltungsoptionen, ökonomische Konsequenzen und Erkenntnisse aus Empirie und Laborexperimenten. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 82(5), S. 123-151.

Gordon, Jeffrey N. (2009): Say on pay: Cautionary notes on the UK experience and the case for shareholder opt-in. In: Harv. J. on Legis., 46, 323.

Greenstone, Michael/ Oyer, Paul/ Vissing-Jorgensen, Annette (2006): Mandated disclosure, stock returns, and the 1964 Securities Acts amendments. In: The Quarterly Journal of Economics, 121(2), S. 399-460.

Grochowitzki, Nina/ Lünstroth, Pia/ Siepmann, Regine (2022): Vorstandsvergütung im Visier von Investoren. URL: https://www.hkp.com/de/download?url=article_pdfs%2Fa1SZ1L956PO4OPMY-fawOwi9MWmEFExLmOz6U2QV.pdf&name=vorstandsvergutung-im-visier-von-investoren.pdf [Stand:03.01.2024]

Heidel, Thomas (Hg.) (2014): Aktienrecht und Kapitalmarktrecht: Nomos (Nomos- Kommentar).

Helaba Invest (2020): Abstimmungsverhalten Helaba Invest, HV Saison 2020/21: Rheinmetall AG. S. 98-100. URL: <https://www.helaba-invest.de/wp-content/uploads/Abstimmungsverhalten-der-SdK.pdf>

Hirt, Hans-Christoph (2016): Hauptversammlung 2016: Gegenanträge. S. 3f. URL: https://hauptversammlung.db.com/files/documents/2016/HV2016_Gegenantraege_de_060516.pdf

Hkp group: hkp /// group: Our vision. URL: <https://www.hkp.com/en/article/our-vision> [Stand:10.11.2023]

ISS Governance (2024 (a)): United States – Proxy Voting Guidelines: Benchmark: Policy Recommendations. URL: <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/americas/US-Voting-Guidelines.pdf> [Stand:10.11.2023]

ISS Governance (2024 (b)): ISS: ISS Global Voting Principles. URL: <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/iss-global-voting-principles/> [Stand:10.11.2023]

Joura, Essam/ Xiao, Qin/ Ullah, Subhan (2022): The moderating effects of CEO power and personal traits on say-on-pay effectiveness: Insights from the Anglo-Saxon economies. In: International Journal of Finance & Economics, 28(4), S. 4055-4078.

Kimbrow, Marinilka B./ and Danielle Xu (2016): Shareholders have a say in executive compensation: Evidence from say-on-pay in the United States. In: Journal of Accounting and Public Policy, 35(1), S. 19-42.

Kirchner, Roland (2016): Hauptversammlung 2016: Gegenanträge. S. 9-10. URL: https://hauptversammlung.db.com/files/documents/2016/HV2016_Gegenantraege_de_060516.pdf

- Koch, Rosemarie/ Stadtmann, Georg (2011): Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung. Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 60(2), S. 212-239.
- Kuhn, Jens et al. (2016): Hauptversammlung 2016: Gegenanträge. S. 3f. URL: https://hauptversammlung.db.com/files/documents/2016/HV2016_Gegenantraege_de_060516.pdf
- Levit, Doron/ Malenko, Nadya (2011): Nonbinding voting for shareholder proposals. In: The journal of finance, 66(5), S. 1579-1614.
- Loveira Pazó, R. M. (2011): Deberían os accionistas poder votar a retribución dos directivos? In: Revista Galega de 1092 Economía, 20(1), S. 1–14.
- Lozano-Reina, Gabriel/ Sánchez-Marín, Gregorio (2020): Say on pay and executive compensation: A systematic review and suggestions for developing the field. In: Human Resource Management Review, 30(2), 100683.
- Malenko, Nadya/ Shen, Yao (2016): The role of proxy advisory firms: Evidence from a regression-discontinuity design. The Review of Financial Studies, 29(12), S. 3394-3427.
- Meck, Georg (2016): Immer Ärger um die Boni. Aktionäre rüsten zum Kampf. URL: <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/hauptversammlung-der-deutschen-bank-aerger-um-boni-14233653.html> [Stand:03.02.2024]
- Merck (2016): Geschäftsbericht 2016. URL: <https://www.merckgroup.com/investors/reports-and-financials/earnings-materials/2016-q4/de/2016-AR-DE.pdf>
- Merck (2017): Geschäftsbericht 2017. URL: <https://www.merckgroup.com/investors/reports-and-financials/earnings-materials/2017-q4/de/2017-Q4-Report-DE.pdf>
- Merck (2018): Geschäftsbericht 2018. URL: <https://www.merckgroup.com/investors/reports-and-financials/earnings-materials/2018-q4/de/2018-Q4-Report-DE.pdf>
- Millet-Reyes, Bendeict/ Zhao, Ronald (2010): A comparison between one-tier and two-tier board structures in France. In: Journal of International Financial Management & Accounting, 21(3), S. 279-310.
- Morgan, Angela/ Poulsen, Annette/ Wolf, Jack (2006): The evolution of shareholder voting for executive compensation schemes. In: Journal of Corporate Finance, 12(4), S. 715-737.
- Mortier, Ophélie (2018): e-fundresearch.com: Degroof Petercam AM: Ausübung von Stimmrechten macht Unternehmen nachhaltiger. URL: <https://e-fundresearch.com/newscenter/193-dpam/artikel/33482-degroof-petercam-am-ausuebung-von-stimmrechten-macht-unternehmen-nachhaltiger> [Stand:12.11.2023]
- Münchener Rück (2017 (a)): Konzerngeschäftsbericht 2017. URL: https://www.munichre.com/content/dam/munichre/contentlounge/website-pieces/documents/302-09071_de.pdf/_jcr_content/renditions/original/302-09071_de.pdf

Münchener Rück (2017 (b)): Hauptversammlung 2017: Tagesordnungspunkt 05. URL: <https://www.munichre.com/de/unternehmen/investoren/aktionaersinformationen/archiv/2017.html>

Münchener Rück (2017 (b)): Hauptversammlung 2017: Tagesordnungspunkt 05. URL:

Münchener Rück (2018): Konzerngeschäftsbericht 2018. URL: https://www.munichre.com/content/dam/munichre/contentlounge/website-pieces/documents/302-09121.pdf/_jcr_content/renditions/original./302-09121.pdf

Qiagen: Investor Relations – Corporate Governance. URL: <https://corporate.qiagen.com/English/investor-relations/corporate-governance/default.aspx> [Stand:12.02.2024]

Rätz, Ernst (2016): Hauptversammlung 2016: Gegenanträge. S. 7f. URL: https://hauptversammlung.db.com/files/documents/2016/HV2016_Gegenantraege_de_060516.pdf

Rheinmetall (2019): Geschäftsbericht 2019. URL: https://ir.rheinmetall.com/media/document/88f22fd5-40b2-41c8-bcc1-9ebdd180c465/assets/Rheinmetall_Einzelabschluss_HGB2019.pdf

Rheinmetall (2020): Geschäftsbericht 2020. URL: <https://ir.rheinmetall.com/media/document/86f12050-a5e9-4e89-a09f-b8253b3acf0d/assets/DE0007030009-JA-2020-PN-EQ-D-00.pdf>

Rheinmetall (2021): Geschäftsbericht 2021. URL: <https://ir.rheinmetall.com/media/document/4de0ff9c-346f-4522-9e91-3751c2573169/assets/DE0007030009-JA-2021-PN-EQ-D-00.pdf>

Scheffler, Eberhard (2018): Referentenentwurf zum ARUG II: Verbesserung der Aktionärsrechte. In: Die Aktiengesellschaft, 63(22), S. 317-319.

Schima, Georg (2019): Say on Pay und Related Party Transactions: Übertriebener Formalismus oder sinnvolle Instrumente für den Kapitalmarkt?. In: Der Gesellschafter 2/2019, S. 110-120.

Schnorr, Wolfgang (2017): Barkow Consulting: HV 2017: Rekordpräsenz seit 20 Jahren. URL: <https://www.barkowconsulting.com/hv-2017-rekordpraesenz-seit-20-jahren/> [Stand:12.11.2023]

Siepmann, Regine (2019): Say on Pay aus globaler Perspektive. URL: <https://www.hkp.com/de/article/say-on-pay-aus-globaler-perspektive/> [Stand:10.11.2023]

Spindler, Gerald/ Oetker, Hartmut (2010): Gutachten zu aktuellen Rechtsfragen der Vorstands-/Geschäftsführervergütung (No. 216). Arbeitspapier.

Stoetzer, Matthias-Wolfgang (2017): Regressionsanalyse in der empirischen Wirtschafts- und Sozialforschung: Band 1. Berlin: Springer Gabler.

Suchan, Stefan W./ Gerdes, Ralf (2017): Mehr Mitspracherechte der Hauptversammlung bei der Managementvergütung – die Sicht des Aufsichtsrats. In: Audit Committee Quarterly (3), S. 8–11.

Tausendpfund, Markus (2020): Fortgeschrittene Analyseverfahren in den Sozialwissenschaften. FernUniversität, Fakultät für Kultur-und Sozialwissenschaften.

Thomas, Randall S./ Van der Elst, Christoph (2015): Say on pay around the world. In: Washington University Law Review, 92, S. 653- 731.

Tomic, Lucia A./ Zunic, Marko/ Vuletic, Suzana A. (2018): Upcoming Challenges on Regulating Remuneration of the Directors and Implementing Remuneration Policies. In: InterEULawEast: journal for the international and european law, economics and market integrations 5(2), S. 323-344.

Van der Elst, C./ Lafarre, A. (2021): Article 9a and 9b: Say on Pay. In The Shareholder Rights Directive II. In: Edward Elgar Publishing, S. 250-284.

Witt, Peter (2013). Corporate Governance-Systeme im Wettbewerb (Vol. 309). Springer-Verlag.

Anhang

Anhang 1: DAX-Unternehmen 2022 und deren Branchenzuteilung gemäß

Unternehmen	Branche
Adidas	Handel und Konsum
Airbus	Sonstiges
Allianz	Finanzen
BASF	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik
Bayer	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik
Beiersdorf	Handel und Konsum
BMW St	Sonstiges
Brenntag	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik
Commerzbank	Finanzen
Continental	Sonstiges
Covestro	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik
Daimler Truck	Sonstiges
Deutsche Bank	Finanzen
Deutsche Börse	Finanzen
Deutsche Post DHL	Versorgung, Umwelt und Infrastruktur
Deutsche Telekom	Technologie
E.ON	Versorgung, Umwelt und Infrastruktur
Fresenius	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik
Hannover Rück	Finanzen
Heidelberg Materials	Sonstiges
Henkel Vz	Handel und Konsum
Infineon	Technologie
Mercedes-Benz Group	Sonstiges
Merck KGaA	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik
MTU Aero Engines	Sonstiges
Münchener Rück	Finanzen
Porsche AG Vz.	Sonstiges
Porsche Vz	Sonstiges
Qiagen	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik
Rheinmetall	Sonstiges
RWE	Versorgung, Umwelt und Infrastruktur
SAP	Technologie
Sartorius Vz	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik
Siemens	Technologie
Siemens Energy	Versorgung, Umwelt und Infrastruktur
Siemens Healthineers	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik
Symrise	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik
Volkswagen Vz	Sonstiges
Vonovia	Versorgung, Umwelt und Infrastruktur
Zalando	Handel und Konsum

Anhang 2: DSW-Abstimmungsergebnisse über das Vorstandsvergütungssystem der DAX-Unternehmen von 2010 bis 2023

Billigung Vergütungssystem - Abstimmungen der DAX-Unternehmen 2010-2023

Unternehmen	Branche	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Adidas	Handel und Konsum	89,96%	-	89,50%	-	-	77,47%	-	-	70,18%	-	-	83,41%	-	-
Allianz	Finanzen	86,20%	-	-	-	-	-	-	-	-	92,11%	-	87,14%	-	-
BASF	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	98,36%	-	-	-	-	-	-	-	79,57%	-	92,69%	-	-	-
Bayer	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	95,25%	-	-	-	-	-	81,10%	-	-	-	94,02%	-	-	-
Beiersdorf	Handel und Konsum	99,07%	97,88%	99,22%	94,75%	-	-	-	77,23%	-	-	-	87,02%	-	-
BMW	Sonstiges	97,66%	95,83%	95,45%	-	96,56%	-	-	-	78,69%	-	-	91,60%	-	-
Brenntag	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	99,54%	-	-	-	-	99,32%	92,49%	-	-	-	-	91,62%	-	94,11%
Commerzbank	Finanzen	97,00%	-	-	-	-	98,40%	-	-	-	-	-	-	84,60%	-
Continental	Sonstiges	97,09%	-	-	-	98,23%	-	-	80,91%	-	-	-	-	-	-
Covestro	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	-	-	-	-	-	-	91,12%	-	-	-	-	91,66%	88,75%	91,73%
Deutsche Bank	Finanzen	58,06%	-	94,25%	88,71%	-	-	48,07%	96,79%	-	-	-	97,76%	-	-
Deutsche Börse	Finanzen	52,77%	-	-	-	-	-	84,19%	-	-	-	65,45%	94,97%	-	-
Deutsche Post	Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	98,27%	-	-	-	-	-	-	-	88,56%	-	-	93,39%	-	-
Deutsche Telekom	Technologie	95,91%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	72,70%	94,46%	-
E.ON	Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	95,88%	96,00%	-	90,65%	-	-	91,14%	-	-	-	-	92,56%	-	-
Freemius	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	99,51%	-	97,00%	96,39%	-	-	-	-	62,99%	-	-	92,23%	-	93,01%
Hannover Rück	Finanzen	**	-	86,16%	-	-	-	-	-	-	-	-	85,54%	-	-
Heidelberg Materials	Sonstiges	45,82%	96,04%	-	-	97,59%	-	-	-	-	93,37%	-	92,21%	-	-
Henkel	Handel und Konsum	99,93%	-	-	-	-	99,46%	-	-	-	-	98,86%	98,50%	-	98,04%
Infinion	Technologie	-	0,9325	-	0,7698	-	-	-	-	-	-	-	93,54%	-	87,70%
Mercedes Benz Group	Sonstiges	95,97%	97,38%	-	-	96,82%	-	-	-	-	97,87%	95,33%	-	-	91,00%
Merck	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	-	0,703	0,8673	-	-	-	-	46,04%	-	-	-	87,08%	-	-
MTU Aero Engines	Sonstiges	97,91%	-	-	-	-	-	-	-	92,73%	-	-	91,70%	-	-
Münchener Rück	Finanzen	98,33%	89,79%	89,81%	95,41%	92,43%	90,19%	84,75%	34,29%	91,02%	-	-	86,25%	-	-
Porsche	Sonstiges	-	-	-	-	-	-	-	-	92,03%	-	-	100%	-	-
Rheinmetall	Sonstiges	-	0,9666	-	-	-	-	-	-	-	-	43,14%	92,61%	-	-
RWE	Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	96,14%	-	-	74,03%	96,10%	-	-	81,25%	-	-	-	93,19%	-	-
SAP	Technologie	97,54%	-	65,85%	-	-	-	54,69%	-	90,05%	-	78,42%	-	-	92,80%
Sartorius	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	99,98%	-	-	-	93,89%	92,79%	-	-	-	-	94,51%	99,92%	99,53%	99,26%
Siemens	Technologie	89,65%	96,70%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Symrise	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	98,94%	98,81%	56,21%	93,88%	94,47%	92,96%	-	-	-	-	-	83,35%	87,61%	-
Volkswagen	Sonstiges	99,44%	-	-	-	-	-	-	80,96%	-	-	-	99,61%	-	98,82%
Vonovia	Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	-	-	-	-	0,9905	-	-	-	-	-	-	87,75%	-	-
Zalando	Handel und Konsum	-	-	-	-	-	-	-	-	69,12%	-	-	72,27%	-	-
Airbus	Sonstiges	94,80%	91,71%	94,66%	73,42%	80,64%	80,00%	74,06%	-	-	-	91,62%	90,76%	-	-

Legende zu Anhang 2:

Farben: Rot: Zustimmungsquote < 50%
 Dunkelgelb: Zustimmungsquote < 80%
 Hellgelb: Zustimmungsquote < 90%

Abstimmungsergebnisse nicht verfügbar: **

Keine Abstimmung durchgeführt: -

Anhang 3: Abstimmungsergebnisse über den Vergütungsbericht der DAX-Unternehmen von 2022 bis 2023

Billigung Vergütungsbericht- Zustimmungsquoten DAX-Unternehmen 2022-2023

Unternehmen	Branche	2022	2023
Adidas	Handel und Konsum	91,79%	67,90%
Allianz	Finanzen	86,70%	82,94%
BASF	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	94,42%	94,72%
Bayer	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	24,11%	52,33%
Beiersdorf	Handel und Konsum	72,96%	75,99%
BMW	Sonstiges	90,29%	94,14%
Brenntag	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	85,32%	89,22%
Commerzbank	Finanzen	59,85%	85,81%
Continental	Sonstiges	68,29%	95,50%
Covestro	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	92,57%	92,96%
Deutsche Bank	Finanzen	88,03%	89,07%
Deutsche Börse	Finanzen	95,93%	91,69%
Deutsche Post	Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	87,76%	93,35%
Deutsche Telekom	Technologie	82,39%	84,46%
EON	Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	89,25%	90,61%
Fresenius	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	90,47%	89,19%
Hannover Rück	Finanzen	77,40%	90,84%
Heidelberg	Sonstiges	94,16%	91,06%
Henkel	Handel und Konsum	94,43%	93,52%
Infineon	Technologie	-	92,57%
Mercedes Benz Group	Sonstiges	90,24%	86,23%
Merck	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	84,73%	84,63%
MTU Aero Engines	Sonstiges	76,86%	73,53%
Münchner Rück	Finanzen	86,65%	88,52%
Porsche AG	Sonstiges	100,00%	100,00%
Rheinmetall	Sonstiges	91,09%	96,27%
RWE	Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	92,77%	92,81%
SAP	Technologie	85,32%	85,25%
Sartorius	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	99,56%	99,30%
Siemens	Technologie	91,70%	92,09%
Symrise	Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	52,92%	89,93%
Volkswagen	Sonstiges	99,78%	98,47%
Vonovia	Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	84,42%	79,94%
Zalando	Handel und Konsum	60,28%	55,82%
Airbus	Sonstiges	92,96%	92,24%

Legende zu Anhang 3:

Farben: Rot: Zustimmungquote < 70%
Dunkelgelb: Zustimmungquote < 80%
Hellgelb: Zustimmungquote < 90%

Keine Abstimmung durchgeführt: -

Anhang 4: Excel-Auswertungen der Regressionsanalyse

Regressionsanalyse 1:

Regressionsanalyse 1:

SUMMARY OUTPUT: Abhängigkeit des Abstimmungsergebnisses System von der Angabe der prozentualen Verteilung

Regression Statistics	
Multiple R	0,39377643
R Square	0,15505988
Adjusted R Square	0,12780375
Standard Error	0,11427213
Observations	193

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	6	0,44572509	0,07428752	5,68899048	0,000019
Residual	186	2,42881015	0,01305812		
Total	192	2,87453524			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,81997752	0,02157703	38,0023413	1,3166E-89	0,77741036	0,86254468	0,77741036	0,86254468
%-tuale Verteilung gegeben	0,09220926	0,02042436	4,51467068	0,000011	0,051916078	0,13250244	0,05191608	0,13250244
Chemie, Pharma, Bio - und Medizintechnik	0,00559378	0,02314202	0,2417152	0,80926713	-0,040060799	0,05124835	-0,0400608	0,05124835
Finanzen	-0,05636	0,02599554	-2,1680658	0,03142377	-0,107644032	-0,005076	-0,107644	-0,005076
Handel und Konsum	-0,0916884	0,02923784	-3,1359493	0,00199145	-0,149368787	-0,034008	-0,1493688	-0,034008
Technologie	-0,0601479	0,03200246	-1,8794771	0,06174318	-0,123282342	0,00298657	-0,1232823	0,00298657
Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	0,00322495	0,02974183	0,1084315	0,9137703	-0,055449726	0,06189963	-0,0554497	0,06189963

Regressionsanalyse 2:

a) Fixum

SUMMARY OUTPUT: Abhängigkeit des Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem vom Fixum

Regression Statistics	
Multiple R	0,4060277
R Square	0,1648585
Adjusted R Square	0,1290667
Standard Error	0,0989967
Observations	147

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	6	0,270845002	0,0451408	4,6060431	0,00026713
Residual	140	1,372048983	0,0098003		
Total	146	1,642893984			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,8271418	0,035373591	23,383032	3,382E-50	0,75720631	0,8970773	0,7572063	0,8970773
feste Vergütung	0,2693331	0,086984715	3,0963268	0,0023674	0,09735965	0,4413066	0,0973597	0,4413066
Chemie, Pharma, Bio - und Medizintechnik	-0,0126279	0,024632097	-0,5126619	0,6089958	-0,0613269	0,036071	-0,0613269	0,036071
Finanzen	-0,070067	0,024273798	-2,8865263	0,0045133	-0,1180576	-0,0220764	-0,1180576	-0,0220764
Handel und Konsum	-0,0867146	0,031288204	-2,7714797	0,0063392	-0,1485731	-0,0248562	-0,1485731	-0,0248562
Technologie	-0,0524614	0,029371484	-1,7861325	0,0762423	-0,1105304	0,0056076	-0,1105304	0,0056076
Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	-0,0215992	0,030091643	-0,7177815	0,4740881	-0,081092	0,0378936	-0,081092	0,0378936

b) Variable Vergütung

SUMMARY OUTPUT: Abhängigkeit des Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem von der variablen Vergütung

Regression Statistics								
Multiple R	0,4076615							
R Square	0,1661879							
Adjusted R Square	0,1304531							
Standard Error	0,0989179							
Observations	147							

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	6	0,273029098	0,0455048	4,6505893	0,00024248
Residual	140	1,369864886	0,0097847		
Total	146	1,642893984			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	1,110236	0,061831403	17,95586	3,819E-38	0,98799203	1,23248	0,987992	1,23248
variable Vergütung	-0,288211	0,091944958	-3,1346036	0,002097	-0,46999112	-0,1064309	-0,4699911	-0,1064309
Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	-0,0142254	0,024613077	-0,5779617	0,5642185	-0,06288679	0,034436	-0,0628868	0,034436
Finanzen	-0,0724728	0,024369919	-2,9738611	0,0034641	-0,12065339	-0,0242921	-0,1206534	-0,0242921
Handel und Konsum	-0,0868963	0,031234435	-2,7820659	0,0061467	-0,14864841	-0,0251441	-0,1486484	-0,0251441
Technologie	-0,0527668	0,029313203	-1,8001019	0,0739978	-0,11072053	0,005187	-0,1107205	0,005187
Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	-0,0224644	0,030031372	-0,748031	0,4556962	-0,08183803	0,0369092	-0,081838	0,0369092

c) STI

SUMMARY OUTPUT: Abhängigkeit des Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem von den STI

Regression Statistics								
Multiple R	0,3321232							
R Square	0,1103058							
Adjusted R Square	0,0721761							
Standard Error	0,1021789							
Observations	147							

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	6	0,181220748	0,0302035	2,8929066	0,01090039
Residual	140	1,461673236	0,0104405		
Total	146	1,642893984			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,94127	0,032358086	29,089175	3,257E-61	0,87729635	1,0052437	0,8772963	1,0052437
STI	-0,0630931	0,097925586	-0,6442966	0,5204373	-0,2566973	0,130511	-0,2566973	0,130511
Chemie, Pharma, Bio- und Medizintechnik	-0,0129187	0,02543093	-0,5079925	0,6122581	-0,063197	0,0373596	-0,063197	0,0373596
Finanzen	-0,0634006	0,025619923	-2,4746599	0,0145307	-0,1140526	-0,0127486	-0,1140526	-0,0127486
Handel und Konsum	-0,1048499	0,031824839	-3,2945936	0,0012485	-0,1677693	-0,0419305	-0,1677693	-0,0419305
Technologie	-0,0639588	0,031922144	-2,0035882	0,0470441	-0,1270706	-0,000847	-0,1270706	-0,000847
Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	-0,0322827	0,030844207	-1,0466368	0,2970708	-0,0932633	0,028698	-0,0932633	0,028698

d) LTI

SUMMARY OUTPUT: Abhängigkeit des Abstimmungsergebnis über das Vergütungssystem von den LTI

Regression Statistics	
Multiple R	0,4239817
R Square	0,1797605
Adjusted R Square	0,1446074
Standard Error	0,0981095
Observations	147

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	6	0,295327459	0,0492212	5,1136429	8,8804E-05
Residual	140	1,347566525	0,0096255		
Total	146	1,642893984			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	1,0697612	0,044835312	23,859792	3,519E-51	0,98111938	1,158403	0,9811194	1,158403
LTI	-0,3964529	0,113019155	-3,5078378	0,0006077	-0,61989781	-0,1730079	-0,6198978	-0,1730079

Chemie, Pharma, Bio - und Medizintechnik	-0,0183173	0,024451615	-0,7491249	0,4550388	-0,06665947	0,0300248	-0,0666595	0,0300248
Finanzen	-0,0515255	0,023906719	-2,1552716	0,0328506	-0,09879034	-0,0042606	-0,0987903	-0,0042606
Handel und Konsum	-0,0888168	0,030748092	-2,8885307	0,0044863	-0,14960744	-0,0280262	-0,1496074	-0,0280262
Technologie	-0,0939409	0,029160255	-3,2215395	0,0015858	-0,15159231	-0,0362895	-0,1515923	-0,0362895
Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	-0,0205403	0,029811506	-0,689007	0,4919592	-0,07947928	0,0383986	-0,0794793	0,0383986

Regressionsanalyse 3:

Regressionsanalyse 3:

SUMMARY OUTPUT: Abhängigkeit des Abstimmungsergebnisses über den Vergütungsbericht von dem über das Vergütungssystem

Regression Statistics	
Multiple R	0,6985332
R Square	0,4879486
Adjusted R Square	0,3650562
Standard Error	0,0828237
Observations	32

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	6	0,16342179	0,027237	3,970537	0,00632128
Residual	25	0,17149422	0,0068598		
Total	31	0,33491601			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	-0,064149	0,23688705	-0,2708	0,7887681	-0,552027	0,423729	-0,552027	0,423729
Abstimmung System	1,0479192	0,24961147	4,1982013	0,0002974	0,53383475	1,5620036	0,5338347	1,5620036
Chemie, Pharma, Bio - und Medizintechnik	-0,017371	0,04230577	-0,410595	0,6848675	-0,1045009	0,0697598	-0,104501	0,0697598
Finanzen	-0,004913	0,04754477	-0,103332	0,9185239	-0,1028332	0,0930074	-0,102833	0,0930074
Handel und Konsum	-0,031076	0,05633934	-0,551587	0,5861283	-0,1471091	0,084957	-0,147109	0,084957
Technologie	0,0225482	0,07138253	0,3158777	0,7547174	-0,1244669	0,1695632	-0,124467	0,1695632
Versorgung, Umwelt und Infrastruktur	-0,011529	0,05224217	-0,220677	0,8271359	-0,1191234	0,0960661	-0,119123	0,0960661