

Vorstandsvergütung als Herausforderung für Investoren

Eine Auswertung der Proxy Guidelines/Abstimmungsrichtlinien 2018
der Top 40-Investoren in DAX-Unternehmen



Vorstandsvergütung als Herausforderung für Investoren

Eine Auswertung der Proxy Guidelines/Abstimmungsrichtlinien 2018
der Top 40-Investoren in DAX-Unternehmen, durchgeführt von
hkp///group, Georg-August-Universität und DIRK –
Deutscher Investor Relations Verband

hkp///group
performance · talent · compensation

 GEORG-AUGUST-UNIVERSITÄT
GÖTTINGEN

DIRK
Deutscher
Investor Relations
Verband

November 2018

Inhalt

2	Editorial
5	Einleitung
6	Entwicklung des Say-on-Pay im DAX
8	Proxy Voting Guidelines
10	Methodik der Analyse
14	Analyse der betrachteten Investoren
16	Analyse der Proxy Voting Guidelines
22	Zusammenhang zwischen Proxy Voting Guideline und Abstimmungsverhalten
24	Fazit: Verantwortungsvolles Investieren braucht einen Stewardship Code
26	Anhang

Editorial

Die Gewaltenteilung zwischen Vorstand, (mitbestimmtem) Aufsichtsrat und Hauptversammlung bzw. Aktionären in deutschen Aktiengesellschaften wirkt positiv. Ihr Geist entspricht der Gewaltenteilung auf politischer Ebene. Auch in Unternehmen soll die Macht eben nicht vorwiegend in einer Hand liegen.

Ein wesentliches Resultat dieses ausgleichenden Systems ist auch, dass sich die Vorstandsvergütung in Deutschland zum einen strukturell im internationalen Vergleich sehen lassen kann und dass sich zum anderen deren Höhe im großen Ganzen über die Jahre moderat entwickelt hat.

Dazu legt der Aufsichtsrat in seiner Personalhoheit über den Vorstand dessen Vergütung fest. Und schon seit Jahren können Aktionäre in der Hauptversammlung bei Bedarf und unverbindlich ihre Daumen heben oder senken. Deren Zustimmung zur Vorstandsvergütung wird allerdings schon heute weder vom Deutschen Corporate Governance Kodex noch anderen deutschen Besonderheiten getrieben.

Wer zahlt, sagt an?

Mit dem Inkrafttreten der neuen europäischen Aktionärsrechterichtlinie im Juni 2019 wird dieses austarierte System sich deutlich verändern – in Richtung Hauptversammlung und damit vor allem zugunsten von institutionellen Investoren und Stimmrechtsberatern.

Denn die Richtlinie gibt ihnen das Recht, jährlich ihr Votum und ihr Veto zum Vergütungsbericht und spätestens alle vier Jahre zur Vergütungspolitik einzubringen. Die Vorstandsvergütung avanciert so zu einem jährlich wiederkehrenden Top-Thema auf den Hauptversammlungen.

Damit erhalten Investoren ein Instrument, mit dem sie nach eigenen Vorstellungen die Strategie, operative Zielsetzungen und das Risikoprofil eines Unternehmens beeinflussen können. Schließlich wird die Vorstandsvergütung mit Blick auf diese Ziele hin ausgestaltet.

Bei der Vorstandsvergütung geht es eben nicht um das Verteilen von Geld, sondern um die zentrale Frage, wie Unternehmen geführt werden und was Erfolg definiert. In der Folge werden sich Unternehmen gezwungen sehen, ihre Strategie und ihr Risikoprofil so auszurichten und in ihrer Vorstandsvergütung abzubilden, dass dies den Intentionen der Investoren entspricht. Da die Mehrheit der Anteile an deutschen Unternehmen aber bei nicht-deutschen Aktionären liegt, werden nationale Rahmenbedingungen weiter an Bedeutung verlieren.

Was Investoren wollen

Doch wie sehen die Intentionen der großen Investoren überhaupt aus? Sprich: Nach welchen Kriterien geben oder verweigern sie auf der Hauptversammlung ihr Placet zur Vorstandsvergütung? Und die noch grundlegendere Frage: Was können Unternehmen tun, damit auch in Zukunft alle Stakeholder zu ihrem Recht kommen?

Was die Abstimmungskriterien angeht, zeigt die jetzt vorgelegte Analyse der aktuellen Proxy Guidelines der 40 größten Investoren in DAX-Unternehmen: Einige Investoren verfügen gar nicht über entsprechende Abstimmungsrichtlinien, sondern gehen vollkommen erratisch vor. Und auch die vorliegenden Abstimmungsrichtlinien lassen kein einheitliches Muster erkennen. In vielen Fällen verdienen sie selbst diesen Namen nicht, weil sie Unternehmen keine Orientierung für die gezielte Gestaltung von Vorstandsvergütung geben.

Drohender Kontrollverlust

Im Klartext: Investoren erwarten von Unternehmen, ihren Vorstellungen zu folgen, ohne diese vorab hinreichend transparent zu machen. Neben den regulatorischen und juristischen Vorgaben bleibt den Unternehmen damit beim Design der Vorstandsvergütung nur das Stochern im Nebel.

Das ist nicht nur unerfreulich, sondern gefährlich – denn im Kern geht es um einen Mangel an Kontrolle:

- **Richtung Unternehmen:** Wenn Investoren die Unternehmen bei den Kriterien im Unklaren lassen, gewinnen sie Spielraum, um die Vorstandsvergütung aus jeder beliebigen Ecke heraus anzugreifen. Damit können sie erheblichen Druck auf andere Management-Themen machen.
- **Richtung Kapitalgeber:** Wer die Mittel seiner Kapitalgeber investiert, trägt diesen gegenüber eine fiduziarische Verantwortung. Kapitalgeber sollten dann auch nachvollziehen können, nach welchen Maßstäben dieser Verantwortung entsprochen wird. Bei intransparenten Abstimmungsrichtlinien fehlt dieser Maßstab.

Es geht besser

Obwohl es auch positive Beispiele wie den US-amerikanischen Pensionsfonds CalPERS oder die deutschen Investoren DWS und Allianz Global Investors gibt, zeigt sich: Als Handreichung für Unternehmen und als Prüfstein für das Abstimmungsverhalten der Investoren fehlt es mehrheitlich an verbindlichen, konsistenten, verständlichen und handlungsleitenden Abstimmungsrichtlinien bei den Investoren.

Doch praktikable Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung liegen bereits vor. Entwickelt wurde dieser Vorschlag von namhaften Aufsichtsratsvorsitzenden, institutionellen Investoren, Wissenschaftlern und Corporate-Governance-Experten.¹

Diese Leitlinien wollen Unternehmen helfen, ihre Vorstandsvergütung nachhaltig auf die Interessen aller Stakeholder auszurichten und sich auf die wachsenden Anforderungen von Investoren vorzubereiten. Zudem sollen sie letztere zu mehr Transparenz verpflichten und den Dialog zwischen Unternehmen und Investoren fördern.

Genau hinsehen!

Die geänderte Aktionärsrechterichtlinie tritt bis spätestens Juni 2019 in Kraft. Genauso sicher wie dieses Datum ist, dass dies zu einer Verschiebung der Machtverhältnisse in deutschen Aktiengesellschaften führen wird. Dieser Machtverschiebung droht allerdings Willkür – sofern keine Abstimmungsrichtlinien vorliegen, um Vorstandsvergütung nach objektiven Kriterien zu gestalten und das Abstimmungsverhalten von Investoren und Stimmrechtsberatern entsprechend kontrollieren zu können.

Die Politik hat Unternehmen sowie Investoren das Thema Vorstandsvergütung vor die Füße geworfen. Ob dieser Weg grundsätzlich der richtige Weg ist, daran zweifeln sogar einige Investoren. Verantwortliche Investoren müssen nun zusammen mit Unternehmen dafür sorgen, dass der deutsche Stakeholder-Value-Ansatz mit den Besonderheiten seines zweistufigen Board-Systems und beispielsweise der Mitbestimmung nicht als „Kind mit dem Bade“ ausgeschüttet wird. Mit viel Macht geht auch viel Verantwortung einher.

Wir laden Sie herzlich dazu ein, mit uns die skizzierten Entwicklungen sowie auch die im Folgenden präsentierten detaillierten Ergebnisse der Analyse „Vorstandsvergütung als Herausforderung für Investoren“ zu diskutieren.

Auf Ihre Rückmeldung freuen sich die Studienautoren

Kay Bommer
Geschäftsführer DIRK

Michael H. Kramarsch
Managing Partner hkp/// group

Hannes Klingenberg
Consultant hkp/// group

Regine Siepmann
Partner hkp/// group

Prof. Dr. Michael Wolff
Professur für Management und Controlling,
Georg-August-Universität Göttingen

Kay Bommer



Michael H. Kramarsch



Hannes Klingenberg



Regine Siepmann



Prof. Dr. Michael Wolff



¹ Die detaillierten Leitlinien samt Hintergründen zur Arbeitsgruppe finden sich im Internet unter www.leitlinien-vorstandsverguetung.de



Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung

Ein Arbeitskreis namhafter Aufsichtsräte, Investoren, Wissenschaftler und Corporate-Governance-Experten hat im Rahmen eines intensiven Diskurses Best Practice-Leitlinien für eine einfache und an einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung ausgerichteten Vorstandsvergütung in deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften entwickelt. U. a. nach Einbindung internationaler Investoren in London wurden die Leitlinien im Juli 2018 der deutschen Öffentlichkeit präsentiert.

Die durch den Arbeitskreis vorgelegten Leitlinien treffen Aussagen zum Design, zur Darstellung im Vergütungsbericht und zum Dialog mit Investoren und bieten allen relevanten Entscheidern klare Orientierungspunkte. Wichtige Stakeholder-Ziele werden ebenso adressiert wie mehr Transparenz bei Investoren und Stimmrechtsberatern.

Zentrale Inhalte:

- › Kernelemente für das Design einer nachhaltigen Vorstandsvergütung in Deutschland beschreiben,
- › Unternehmen Orientierung für die Ausrichtung ihrer Vergütungssysteme an den Erwartungen der institutionellen Investoren bieten und
- › einen konstruktiven Dialog zwischen Unternehmen und Investoren unterstützen.

Mehr Informationen und Bezug der Leitlinien unter www.leitlinien-vorstandsverguetung.de

Einleitung

Seit der Finanzkrise im Jahr 2008 haben die Anforderungen an die Ausgestaltung von Vorstandsvergütungssystemen eine deutliche Verschärfung seitens des Gesetzgebers erfahren. National geben das Handelsgesetzbuch (HGB), das Aktiengesetz (AktG) sowie der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) den Rahmen für die Veröffentlichung und Ausgestaltung der Vergütungssysteme von Vorständen börsennotierter Unternehmen.

Mit der bis Juni 2019 von den Mitgliedstaaten umzusetzenden europäischen Aktionärsrechterichtlinie etabliert sich auf europäischer Ebene ein zusätzliches regulierendes Element, welches den Einfluss von Investoren und Stimmrechtsberatern (Proxy Advisors) auf die Vorstandsvergütung erhöht, indem der Vergütungsbericht jährlich zu billigen und die ihm zugrundeliegende Vergütungspolitik spätestens alle vier Jahre durch die Hauptversammlung zu beschließen ist.

Neben den sich ändernden regulatorischen Anforderungen finden sich deutsche börsennotierte Unternehmen in einer sich ebenfalls verändernden Investorenlandschaft wieder:² Die Allokation von Geld in passiven Fonds erfährt in Deutschland ein signifikantes Wachstum. Zum Zeitpunkt der Durchführung dieser Studie entsprechen ca. 40 % des im DAX investierten Geldes passiven Investments.

Für Investoren bedeutet dies, dass sich ihr Einfluss auf ihre Zielunternehmen verringert, da aufgrund der Natur von passiven Fonds Positionen gehalten werden müssen. Als einziger Hebel verbleibt für diese Investoren die Governance von Unternehmen. Der Dialog zwischen Emittenten und Investoren verlagert sich daher von den Fonds-Managern auf die ESG-Teams (Environment, Social und Governance) der Investmentgesellschaften.

Zusätzlich zur veränderten Investorenlandschaft ist seit 2015 ein intensiveres

Engagement von Stimmrechtsberatern zu beobachten. Zu nennen sind hier vor allem die US-amerikanischen Unternehmen ISS und Glass Lewis, die im Auftrag von Fonds und Vermögensverwaltern die Tagesordnungspunkte von Hauptversammlungen analysieren, Abstimmungsempfehlungen aussprechen und/oder auch Stimmrechte ausüben. Vor allem anglo-amerikanische Investoren verlassen sich im Wesentlichen auf ISS und Glass Lewis. In den USA erzielen die beiden Proxy Advisors zusammen einen Marktanteil von ca. 97 %.³

Die Aktualität des Themas Vorstandsvergütung zeigt sich auch darin, dass eine Gruppe namhafter Aufsichtsratsvorsitzender börsennotierter Unternehmen in Deutschland sowie Vertreter wesentlicher institutioneller Investoren, Wissenschaftler und Corporate-Governance-Experten dieses Spannungsfeld zum Anlass genommen hat, Best Practice-Leitlinien für eine einfache und an einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung ausgerichteten Vorstandsvergütung zu erarbeiten. Die durch den Arbeitskreis im Juli 2018 vorgelegten Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung treffen Aussagen zum Design, zur Darstellung im Vergütungsbericht und zum Dialog mit Investoren und bieten so Orientierungspunkte für Emittenten. Wichtige Stakeholder-Ziele werden ebenso adressiert wie mehr Transparenz bei Investoren und Stimmrechtsberatern.

2 Vgl. Ipreo & hkp//group (2017): Say-on-Pay: Which way does the coin flip?, S. 10 ff.

3 Vgl. Dörmwächter, J. (2017): Stimmrechts- und Vergütungsberatung – Interessenkonflikte und Unabhängigkeit in Die Aktiengesellschaft 62 (12/2017), S. 419 f.

Entwicklung des Say-on-Pay im DAX

Vor allem das Themengebiet Vorstandsvergütung, das unter besonderer Beobachtung und im öffentlichen Fokus steht, bietet für Investoren und Stimmrechtsberater eine Möglichkeit zur Einflussnahme, da in Deutschland seit 2010 für börsennotierte Unternehmen die Möglichkeit besteht, konsultativ gemäß § 120 Abs. 4 AktG auf der jährlichen Hauptversammlung über die Vorstandsvergütung abstimmen zu lassen. Seit Bestehen dieser Möglichkeit hat jedes DAX-Unternehmen mindestens einmal ein Say-on-Pay durchgeführt.

Lagen die Say-on-Pay-Zustimmungsraten bis 2015 im Durchschnitt jenseits der 90 %, waren die Folgejahre von stark rückläufigen Zustimmungsquoten gekennzeichnet. 2017 konnten sogar drei von acht DAX-Unternehmen keine mehrheitliche Zustimmung zu ihren Vergütungssystemen auf den Hauptversammlungen erlangen.

In der Hauptversammlungssaison 2018 ist eine leichte Erholung zu beobachten; so fiel kein zur Abstimmung gebrachtes System im DAX durch. Dennoch lagen die Zustimmungswerte bei vier von acht Unternehmen unter 80 %. Dies weist auf eine weiter bestehende deutliche Kritik an der Vorstandsvergütung hin, da bei Opposition von mindestens 20 % bzw. 25 % der Stimmen (Erwartung von Glass Lewis bzw. des BVI) in der Regel erwartet wird, dass Kritikpunkte aufgegriffen und gegebenenfalls beseitigt werden.

Analog zur Entwicklung der tatsächlichen Abstimmungsergebnisse ist auch ein Rückgang der positiven Abstimmungsempfehlungen der beiden mächtigsten Proxy Advisors zu entsprechenden Tagesordnungspunkten zu beobachten. So gaben ISS und Glass Lewis im Jahr 2017 erstmalig mehr negative als positive Empfehlungen ab.

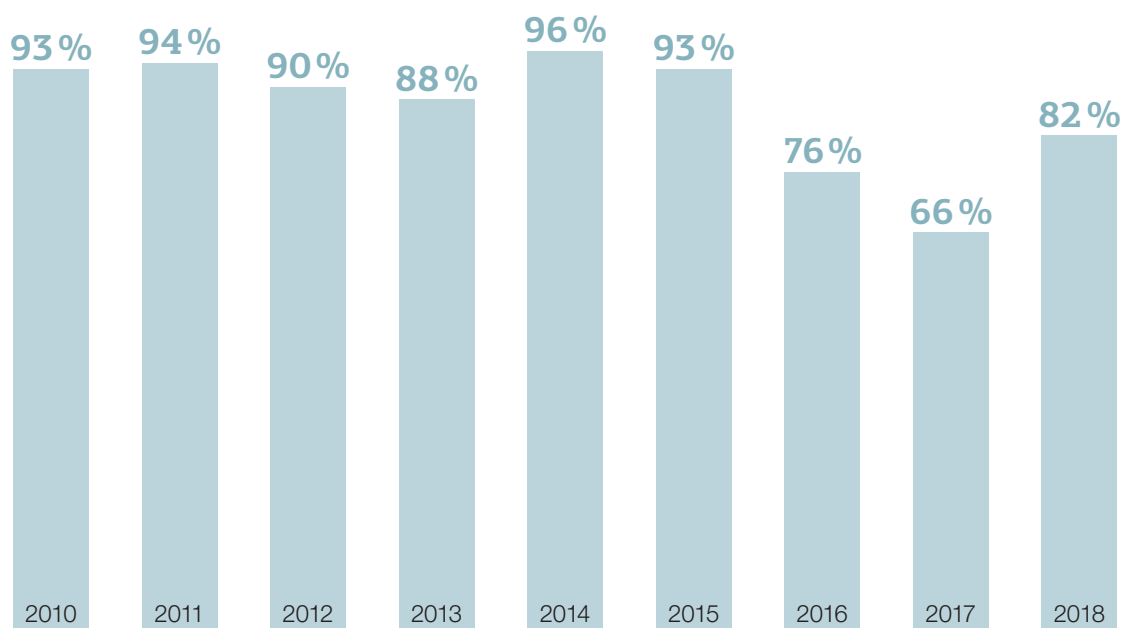


Abbildung 1:
Entwicklung
des durch-
schnittlichen
Say-on-Pay
in DAX-
Unternehmen
2010-2018,
Quelle:
hkp///group
Analysen

„Trotz einer rückläufigen Zahl von Ablehnungen in den Say-on-Pay-Abstimmungen besteht bei Investoren weiterhin eine hohe Kritikbereitschaft hinsichtlich der Vorstandsvergütung in den führenden Unternehmen Deutschlands.“

Prof. Dr. Michael Wolff – Universität Göttingen

Zur Ermittlung der Gründe schwächerer Abstimmungsergebnisse führten Ipreo und hkp///group 2017 die Studie „Say-on-Pay: Which way does the coin flip?“ durch. Abbildung 2 illustriert die Aspekte von Vergütungssystemen, die durch Proxy Advisors und Investoren besonders kritisch betrachtet wurden.

In der Hauptversammlungssaison 2018 wurden zusätzlich – vor allem von europäischen Investoren – die Themen Clawback sowie Malus aufgebracht. Clawback bezeichnet dabei die Rückforderung bereits ausgezahlter Vergütung bei einer späteren Feststellung beispielsweise von grob pflicht- oder sittenwidrigem Verhalten oder erheblichen Verletzungen der Sorgfaltspflichten.

Eine Malusklausel gibt hingegen dem Aufsichtsrat die Möglichkeit, bei entsprechenden Vorfällen Vergütungen bereits vor ihrer Auszahlung reduzieren zu können. Einige

Investoren wie zum Beispiel DWS lehnen Vergütungssysteme von Vorständen auch bei der Erfüllung aller sonstigen Anforderungen strikt ab, sofern keine Regelungen zu Clawbacks ersichtlich sind.

Die aufgeführten Aspekte zeigen jedoch nur einen Ausschnitt der Anforderungen an die Vergütung von Vorständen. So haben die zahlreichen Investoren im DAX verschiedene – und teilweise diametral unterschiedliche – Anforderungen an das Design und/oder die Darstellung von Vergütungssystemen. Betrachten zum Beispiel die beiden Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis diskretionäre, nicht-performancebezogene Vergütungsbestandteile kritisch, soll dagegen nach Vorstellungen des Top-Investors BlackRock ein Aufsichtsrat bei außergewöhnlichen und unbeeinflussbaren Entwicklungen Vergütungen nach eigenem Ermessen anpassen können.

Pay-for-Performance/Aktionärsinteressen

- › Ungenügende Ausrichtung an Aktionärsinteressen
- › Keine anspruchsvollen Erfolgsziele
- › Kein relativer Vergleich mit relevanten Wettbewerbern in der langfristigen variablen Vergütung
- › Zu kurze Performance-Perioden

Ermessen

- › Diskretionäre Vergütungselemente
- › Unangemessene Höhe von Vergütung ohne Performance-Bezug
- › Kein Ausweis klarer Kriterien bei der Anwendung von Ermessen

Transparenz

- › Unzureichender Ausweis
- › Verwendete Erfolgsziele unklar
- › Keine (nachträgliche) Veröffentlichung von Zielwerten/-erreicherung
- › Keine Veröffentlichung von Hürden und/oder maximaler Vergütung

Abbildung 2:
Gründe für die
Ablehnung von
Vergütungssystemen 2017
Quelle: Ipreo
& hkp///group
2017

Proxy Voting Guidelines

Börsennotierte Unternehmen finden sich somit in einem Umfeld wieder, in dem Investoren kritischer denn je gegenüber Vorstandsvergütung sind und über ihre Anforderungen versuchen, Governance-Strukturen und Unternehmensstrategien zu beeinflussen. Auch wenn kein Say-on-Pay auf die Tagesordnung gesetzt wurde, besteht bei Missfallen des Vergütungssystems seitens von Investoren die Gefahr, dass Kritik stellvertretend über die Tagesordnungspunkte Entlastung oder (Wieder-)Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern geäußert wird.

Zudem reicht eine Konformität mit den nationalen regulatorischen Anforderungen an Vorstandsvergütung nicht mehr aus, um auf Hauptversammlungen die Zustimmung für ein Vorstandsvergütungssystem zu erhalten. So gehen Investoren mit ihren Anforderungen vielfach über das von DCGK, AktG oder der europäischen Aktionärsrechterichtlinie geforderte Maß hinaus oder beziehen sich auf Best Practices in ihren Herkunftsregionen.

Die Gestaltung von Vorstandsvergütungssystemen steht somit im Spannungsfeld

zwischen regulatorischen Anforderungen, Forderungen von Investoren sowie einer Passung zur Unternehmensstrategie und entsprechenden Anreizsetzungen.

Während die Vorgaben des Gesetzgebers in Sachen Vorstandsvergütung bekannt sind und wenig Interpretationsbedarf in ihrer Umsetzung lassen, sind im Gegensatz dazu die unterschiedlichen Anforderungen von Investoren eine Unbekannte in der Gleichung zur Ausgestaltung von Vergütungssystemen von Vorstandsmitgliedern.

Investoren stehen zudem in der fiduziarischen Pflicht, das ihnen anvertraute Geld zu verwalten, das heißt den Rendite- und anderen Anforderungen der Geldgeber gerecht zu werden. Investoren haben daher ganz bestimmte Erwartungen an Emittenten, über welche Instrumente diese Anforderungen zu erfüllen seien. Jüngst illustrierte das Beispiel der thyssenkrupp AG die Macht aktivistischer Investoren, indem diese den Rückzug des Vorstandsvorsitzenden sowie Aufsichtsratsvorsitzenden erwirkten und den DAX-Konzern nun aufspalten lassen.

„Im deutlichen Gegensatz zu gesetzlichen und regulatorischen Vorgaben sind die unterschiedlichen Anforderungen von Investoren eine Unbekannte in der Ausgestaltung von Vergütungssystemen von Vorstandsmitgliedern.“

Michael H. Kramarsch – hkp/// group

„Stellen Investoren diese Informationen nicht bzw. unzureichend zur Verfügung und setzen ihre Vorstellungen dennoch gegenüber Emittenten durch, wird die Gestaltung von Vorstandsvergütung zur Lotterie – mit einer im schlechtesten Fall unerfreulichen öffentlichen Auseinandersetzung auf der Hauptversammlung.“

Kay Bommer, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

Neben gezielten Angriffen zur Durchsetzung einer Strategie haben viele Investoren zudem generelle Vorstellungen dazu, über welche betriebswirtschaftlichen Kennzahlen Unternehmen gesteuert werden sollten. Diese Vorstellungen stellen – vor allem bei anglo-amerikanischen Investoren – eine positive (relative) Entwicklung des Total Shareholder Returns in den Mittelpunkt.

Daneben hat nahezu jeder Investor individuelle Vorstellungen darüber, wie Unternehmen diese positiven Renditen erbringen bzw. wie Interessen des Managements an den Interessen der Aktionäre ausgerichtet werden können. Emittenten sind somit auf konkrete Informationen von Investoren angewiesen, um deren Erwartungen insgesamt zu kennen und individuell – je nach Aktionärsstruktur – darauf reagieren zu können. Somit können Überraschungen auf Hauptversammlungen, öffentliche Kritik oder unerwartete Angriffe vermieden bzw. abgemildert werden.

Anforderungen von Investoren werden zum einen durch die Kommunikation mit Investor Relations-Abteilungen der Emittenten sowie durch ihre allgemeinen Abstimmungsrichtlinien kommuniziert. Stehen vor allem die Investor Relations-Abteilungen der großen DAX-Konzerne in einem engen und regelmäßigen Austausch mit ihren Top-Investoren, so haben kleinere börsennotierte Unternehmen oftmals nicht die Ressourcen,

um sich in einem engen Stewardship-Prozess zu engagieren. Auch ist ungewiss, ob Investoren – vor allem aus dem anglo-amerikanischen Raum – von ihrer Seite einen aktiven Kommunikationsprozess mit jedem von ihnen gehaltenen Unternehmen führen können bzw. wollen.

Als einzige Informationsquelle für mittlere und kleinere Emittenten bleiben somit lediglich die Proxy Voting Guidelines relevanter Investoren, um zu erfahren, welche Anforderungen an die Vorstandsvergütung gestellt werden und wie diese bei Abstimmungen auf Hauptversammlungen umgesetzt werden. Diese Abstimmungsrichtlinien stehen in der Regel öffentlich auf den Internetseiten der Investoren zum Download zur Verfügung und unterliegen zumeist einer regelmäßigen, oft jährlichen, Anpassung.

Die Verfügbarkeit und Anwendbarkeit der Abstimmungsrichtlinien ist somit vor allem für kleinere Unternehmen absolut notwendig, um ihr Vorstandsvergütungssystem in dem beschriebenen Spannungsfeld angemessen platzieren zu können. Stellen Investoren diese Informationen nicht bzw. unzureichend zur Verfügung und setzen ihre Vorstellungen dennoch gegenüber Emittenten durch, wird die Gestaltung von Vorstandsvergütung zur Lotterie – mit einer im schlechtesten Fall unerfreulichen öffentlichen Auseinandersetzung auf der Hauptversammlung.

Methodik der Analyse

Angesichts zunehmender Kritik an Vergütungssystemen, der sich Unternehmen auf ihren Hauptversammlungen ausgesetzt sehen, stellt sich die Frage, ob die im Rahmen der Abstimmungsrichtlinien postulierten Anforderungen so transparent, verständlich und konkret sind, dass Emittenten diese in der Ausgestaltung und Kommunikation ihrer Vorstandsvergütungssysteme handlungsleitend berücksichtigen können.

Ausgehend von dieser Fragestellung haben die hkp///group, der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband und die Professur für Management und Controlling der Universität Göttingen die Proxy Voting Guidelines der 40 größten Investoren im DAX hinsichtlich Informationsgehalt und Anwendbarkeit in Sachen Vorstandsvergütung untersucht. Die Analyse nimmt dabei keine inhaltliche Bewertung der Anforderungen oder eine Einordnung in das deutsche Governance-System vor. Sie untersucht vielmehr, ob und in welchem Umfang relevante Design-Aspekte zu Vergütungssystemen explizit thematisiert werden.

In der Untersuchung wurden diejenigen Investorengruppen betrachtet, die Ende Mai 2018 mit den größten aggregierten Summen im DAX investiert waren. Dabei wurden lediglich institutionelle Investoren betrachtet.

Private oder strategische Investoren wie beispielsweise Maxingvest AG, Kuwait Investment Authority oder auch die Bundesrepublik Deutschland wurden nicht berücksichtigt. Es ist anzunehmen, dass diese Investoren aufgrund der geringeren Anzahl an gehaltenen Positionen einen intensiveren Kommunikationsprozess betreiben und eher im Einklang mit den Vorschlägen der Verwaltung abstimmen oder ihren Einfluss anders ausüben.⁴

Von den ausgewählten 40 Investorengruppen, die zum Zeitpunkt der Analyse insgesamt rund 60 % der Investitionen im DAX repräsentieren (inkl. Anker- und Familieninvestoren), wurden über deren öffentlich verfügbare Internetseiten die für Deutschland anwendbaren 2018 Proxy Voting Guidelines herangezogen, um diese auf ihre Anwendbarkeit hinsichtlich der Ausgestaltung bzw. Veröffentlichung der Vorstandsvergütung zu analysieren. Lediglich die Abstimmungsrichtlinien der Deka beziehen sich rein auf Deutschland und zwei weitere zumindest zum Teil spezifisch auf den europäischen Raum (BlackRock und Baillie Gifford). Bei fehlenden lokalspezifischen Abstimmungsrichtlinien wurden daher die weltweit bzw. allgemein gültigen Richtlinien herangezogen.

⁴ Als Quelle der betrachteten Investoren wurde die Aktionärsstruktur des DAX am 28.05.2018 von Thomson Reuters Datastream herangezogen.

Dabei darf nicht unerwähnt bleiben, dass einige Investoren erläutern, dass von ihren Guidelines abweichende, nationale Governance Code Praktiken berücksichtigt werden und bei Say-on-Pay Abstimmungen von Fall zu Fall entschieden wird. Wie zum Beispiel die Guidelines von Jupiter Asset Management wie folgt deutlich machen:

Although best practice in the form of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes have proven influential in other markets, we understand that each jurisdiction has its own development, culture and practices. Jupiter will look to the local market governance codes as a base reference point when considering voting decisions.⁵

Die zugrundeliegenden Bewertungskriterien gliedern sich in die Kategorien „Anforderungen an Systemeigenschaften“ sowie „Anforderungen an Transparenz und Kommunikation“ mit den in Abbildung 3 enthaltenen Kriterien.

Mit Hilfe einer vierstufigen Skala wurde bewertet, ob bzw. wie die einzelnen Analysekriterien im Sinne einer praktischen Anwendbarkeit in den Proxy Guidelines beschrieben wurden. Die verwendete Skala reicht dabei von detailliert beschriebenen Anforderungen, die wenig Interpretation erfordern (A), bis hin zu keinerlei verwendbaren Informationen bzw. keiner Erwähnung des Kriteriums (D).

Kategorie	Kriterium
Anforderungen an Systemeigenschaften	Ermessen
	Erfolgsmessung
	Aktienkultur
	Clawback/Malus
Anforderungen an Transparenz & Kommunikation	Ausweis
	Say-on-Pay
	Engagement Prozess ⁶

Abbildung 3:
Kriterien zur
Bewertung von
Investorenan-
forderungen an
die Vorstands-
vergütung

⁵ Jupiter Asset Management, Corporate Governance Engagement & Voting Policy, 2018, S. 4

⁶ Die Auswertung und Bewertung von Engagement Prozessen wurde in der vorliegenden Studie noch nicht betrachtet und ist Bestandteil nachfolgender Studien.

Beschreibung der für die Bewertung der Abstimmungsrichtlinien herangezogenen Kategorien und Kriterien

Anforderungen an Systemeigenschaften

› Ermessen:

Thematisiert die Guideline Ermessensentscheidungen im Rahmen der Vorstandsvergütung (z. B. diskretionäre Sonderzahlungen)?

› Erfolgsmessung:

Thematisiert die Guideline die Erfolgsmessung im Rahmen der variablen Vergütung für den Vorstand, z. B. Wahl, Anzahl, Berechnung der Erfolgsziele, Vergleichsmaßstäbe?

› Aktienkultur:

Thematisiert die Guideline Aktien in der Vorstandsvergütung, z. B. Ausgestaltung von Aktienprogrammen, Aktienkauf- und -halteverpflichtungen?

› Clawback/Malus:

Thematisiert die Guideline Auszahlungskürzungen bzw. -rückforderungen im Rahmen der Vorstandsvergütung?

Anforderungen an Transparenz & Kommunikation

› Ausweis:

Thematisiert die Guideline den Ausweis im Geschäftsbericht (z. B. individueller Ausweis, Detailgrad)? Werden diesbezügliche Anforderungen gestellt?

› Say-on-Pay:

Thematisiert die Guideline die Durchführung eines Say-on-Pay auf der Hauptversammlung?

› Engagement Prozess:

Thematisiert die Guideline den Engagement Prozess zwischen Investor und Emittent?

Da sich vor allem Stimmrechtsberater in den letzten Jahren besonders kritisch in Sachen Vorstandsvergütung geäußert und faktisch einen erheblichen Einfluss auf das Stimmverhalten vieler Investoren haben, wurden zudem die Proxy Voting Guidelines der beiden weltweit größten Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis herangezogen und bewertet.

Die Bewertung erfolgte in mehreren Schritten: Zunächst wurden die Guidelines von erfahrenen hkp///group Experten unabhängig voneinander anhand der Beschreibung der vierstufigen Skala und vorab festgelegter Anwendungsbeispiele bewertet. Anschließend wurden alle abweichenden Bewertungen gemeinsam mit Professor Dr. Michael Wolff und Kay Bommer diskutiert und beurteilt. In einem letzten Schritt wurden die Erkenntnisse des Beurteilungsprozesses nochmals mit den vorläufigen Ergebnissen verglichen, bei Bedarf angepasst und abschließend festgelegt (siehe Abbildung 4).

Bei der Analyse wurden sowohl die Anwendbarkeit der Abstimmungsrichtlinien in Sachen Vorstandsvergütung insgesamt als auch die Anwendbarkeit einzelner Kriterien überprüft.

A	<p>Detaillierte Anforderung(en), die sich direkt und ohne weitreichende Interpretation in den Designaspekten eines Vorstandsvergütungssystems übersetzen lassen</p>	<p>„[...] TSR, if used, should be assessed on a relative basis or companies should provide a cogent explanation for why this is not adequate. [...]“</p> <p>Performance metrics should be closely aligned with the strategic objectives and should not be created for the sole purpose of compensating executives.[...] We also encourage companies to use metrics related to the creation of value of the company (e.g. the economic profit or a comparison of return on invested capital (“ROIC”) and the cost of capital). [...]“</p> <p>The performance measures should be majority financial and at least 60 per cent should be based on quantitative criteria. Variable pay should be based on multiple criteria. [...] If the board decides to use ESG-type criteria, these criteria should be linked to material issues and they must be quantifiable, transparent and auditable. These criteria should reflect the strategic priorities of the company. [...]“</p> <p>Currency exposure: we do not believe one group of stakeholders should be sheltered from the impact of currency fluctuations. We expect companies to mitigate currency risks as any other risk. [...]“</p> <p>BlackRock, Proxy voting guidelines for European, Middle Eastern and African securities, 2018</p>
B	<p>Allgemein verfasste bzw. unvollständige Anforderung(en), die von Emittenten in der Regel nicht ohne weitergehende Erläuterung in einem Vorstandsvergütungssystem vollumfänglich berücksichtigt werden können</p>	<p>„[...] We are keen to understand both annual and long-term targets set by the board for executives, as well as performance against these targets. Particular importance is placed on the following considerations:</p> <ul style="list-style-type: none"> - The link between performance KPIs and targets, and the mid- and long-term goals of the company; - A healthy mixture of KPIs to ensure there is no over-reliance on a single dimension of performance or key indicator; - Integration of social, environmental and governance issues into performance measurement, where material and appropriate; - Incorporation of risk considerations so that there are no rewards for taking inappropriate risks at the expense of the company. [...]“ <p>Allianz Global Investors, Corporate Governance Guidelines and Proxy Voting Policy, 2018</p>
C	<p>Thema findet in den Abstimmungsrichtlinien Erwähnung, aber nicht in einem Detailgrad, der die Ableitung von konkreten Designaspekten ermöglicht</p>	<p>„Principles:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Variable compensation related to overall performance (economic, financial, social, and environmental) and relative (vs. competing) performance over time - Variable risk-based compensation that only rewards success, including a zero-payment scenario and a condition of reversal of benefits paid or awarded in case of non-sustainable performance or contested or disputed practices in terms of the way these performances were realised (clawback/penalty).“ <p>Amundi, Voting Policy 2018</p>
D	<p>Keine anwendbaren Informationen bzw. keine Behandlung des Themas in den Abstimmungsrichtlinien</p>	
<p>Folgende Investoren stellen keine Guidelines zur Verfügung und werden im Bewertungsprozess nicht berücksichtigt: Northern Cross LLC, Commerz Funds Solutions und Assenagon.</p> <p>Unternehmen, in denen diese Investoren investiert sind, haben somit nur über einen direkten Kontakt die Möglichkeit zu erfahren, über welche Richtlinien und Prinzipien Stimmrechte ausgeübt werden.</p> <p>Zudem verweist Pictet Asset Management auf seiner Homepage auf die Abstimmungsrichtlinien von ISS und wird in der Bewertung daher nicht berücksichtigt.</p>		

Abbildung 4: Skala zur Bewertung von Investorenanforderungen mit Anwendungsbeispielen

Analyse der betrachteten Investoren

Bei den im Rahmen der vorliegenden Studie betrachteten Top 40-Investoren in DAX-Unternehmen handelt es sich um die folgenden:

Investor	Assets under Management im DAX	Investment Style	Region	Ø-Say-on-Pay Zustimmung	Proxy Voting Guidelines?
BlackRock (Gruppe)	105.656.670.183	Passiv	US	85%	Ja
The Vanguard Group	31.689.652.422	Passiv	US	95%	Ja
DWS (ehemals Deutsche Asset Management)	30.429.527.333	Aktiv	Deutschland	50%	Ja
Norges Bank	27.562.382.476	Aktiv	Kontinentaleuropa (ohne D)	89%	Ja
Amundi Asset Management	13.600.537.041	Aktiv	Kontinentaleuropa (ohne D)	13%	Ja
Deka Investment	11.495.774.962	Aktiv	Deutschland	100%	Ja
Fidelity	10.979.355.566	Aktiv	US	91%	Ja
Harris Associates	10.222.069.369	Aktiv	US	83%	Ja
Allianz Global Investors	9.922.523.107	Aktiv	Deutschland	77%	Ja
Union Investment	9.469.484.199	Aktiv	Deutschland	67%	Ja
Lyxor Asset Management	9.081.649.264	Passiv	Kontinentaleuropa (ohne D)	-	Ja
Capital World Investors	8.305.552.428	Aktiv	US	92%	Ja
MFS Investment Management	7.501.678.699	Aktiv	US	81%	Ja
BNP Paribas Asset Management	7.147.253.589	Passiv	Kontinentaleuropa (ohne D)	20%	Ja
UBS	6.998.806.174	Aktiv	Kontinentaleuropa (ohne D)	77%	Ja
State Street	6.449.992.344	Passiv	US	91%	Ja
Schroder Investment Management	5.614.303.840	Aktiv	UK	78%	Ja
JP Morgan Asset Management	5.538.061.787	Aktiv	US	73%	Ja
Invesco Advisers	5.537.757.125	Aktiv	US	83%	Ja
Oppenheimer Funds	4.807.546.708	Aktiv	US	65%	Ja
Janus Henderson Investors	4.689.719.595	Aktiv	UK	86%	Ja
Nuveen	4.474.204.849	Aktiv	US	92%	Ja
T. Rowe Price Associates	3.906.616.980	Aktiv	US	76%	Ja
Franklin Advisers	3.755.793.100	Aktiv	US	74%	Ja
Artisan Partners Limited Partnership	3.643.951.434	Aktiv	US	89%	Ja
California Public Employees' Retirement System	3.343.890.041	Passiv	US	77%	Ja
Geode Capital Management	3.087.059.800	Passiv	US	65%	Ja
Dimensional Fund Advisors	2.625.664.352	Passiv	US	60%	Ja
Oddo (Frankfurt Trust)	2.513.703.417	Aktiv	Deutschland	-	Ja
Baillie Gifford & Co.	2.377.206.126	Passiv	UK	57%	Ja
BNY Mellon Asset Management Corporation	2.304.910.713	Passiv	US	71%	Ja
Northern Cross LLC	2.277.314.208	Aktiv	US	100%	Nicht Verfügbar
APG Asset Management	2.249.058.002	Aktiv	Kontinentaleuropa (ohne D)	30%	Ja
Pictet Asset Management	2.115.642.636	Aktiv	Kontinentaleuropa (ohne D)	50%	Nicht Verfügbar ⁷
Jupiter Asset Management	1.986.334.826	Aktiv	UK	100%	Ja
Commerz Funds Solutions	1.950.578.870	Passiv	Deutschland	-	Nicht Verfügbar
Charles Schwab Investment Management	1.862.379.288	Passiv	US	74%	Ja
Assenagon	1.846.377.431	Passiv	Kontinentaleuropa (ohne D)	-	Nicht Verfügbar
PGGM Vermögensbeheer	1.729.394.234	Aktiv	Kontinentaleuropa (ohne D)	46%	Ja
Florida State Board of Administration	1.725.068.105	Aktiv	US	57%	Ja

Abbildung 5: Betrachtete institutionelle Investoren im DAX; Stand Mai 2018;

Quellen: Thomson Reuters Datastream, ProxyInsight (für durchschnittliche Say-on-Pay-Zustimmung) und Ipreo & hkp// group 2017

⁷ Pictet Asset Management verweist auf seiner Homepage auf die Abstimmungsrichtlinien von ISS und wird in der Bewertung daher nicht berücksichtigt.

Die Investoren lassen sich nach Größe, Art der Investments und Herkunft wie folgt gliedern:

Größe

Nur acht der 40 Investoren(gruppen) sind mit über 10 Mrd. Euro im DAX investiert. Etwa die Hälfte der Investoren hat weniger als 5 Mrd. Euro in DAX-Unternehmen investiert. Spitzenreiter ist hier mit Abstand die BlackRock Gruppe, welche zum Zeitpunkt der Datenerhebung ca. 105 Mrd. USD in den 30 DAX-Unternehmen investiert hat. Auf dem zweiten und dritten Platz folgen Vanguard und DWS.

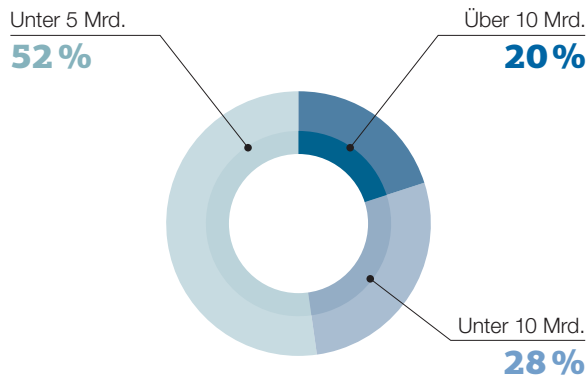
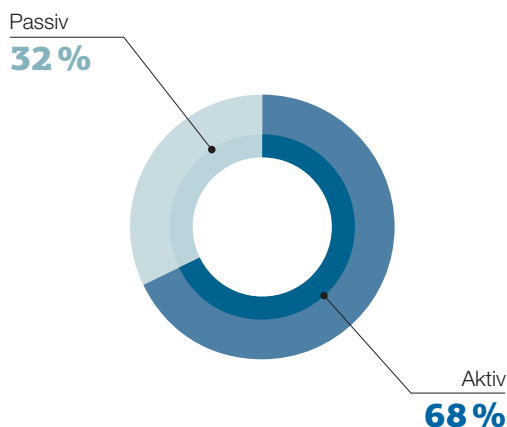


Abbildung 6a: Größe (Assets under Management) der betrachteten Investoren



Investment Style

Von den 40 Investorengruppen können ca. 70 % als überwiegend aktive Investoren beschrieben werden. Die beiden größten betrachteten Investoren BlackRock und Vanguard werden dabei zu den passiven Investoren gezählt, da sie ihr verwaltetes Vermögen hauptsächlich in Indexfonds halten. Beide üben regelmäßig ihre Stimmrechte auf deutschen Hauptversammlungen aus. BlackRock ist dabei als größter „passiver“ Investor einer der aktivsten Vertreter in Sachen Engagement und Vorstandsvergütung.

Abbildung 6b: Investment Style (aktiv/passiv) der betrachteten Investoren

Herkunft

Knapp die Hälfte der Top 40-Investoren im DAX stammt aus den USA. Lediglich sechs Investoren sind deutscher Herkunft und knapp ein Fünftel ist dem restlichen europäischen Festland zuzuordnen. Wird die relative Verteilung des investierten Kapitals betrachtet, so stammt dies zu knapp 60 % aus den USA, welches vor allem in der Dominanz von BlackRock begründet liegt.

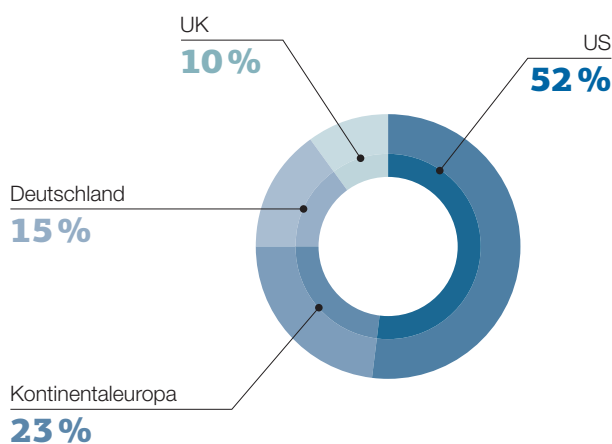


Abbildung 6c: Herkunft der betrachteten Investoren nach Regionen

Analyse der Proxy Voting Guidelines

In der Gesamtschau kommt die vorliegende Analyse der Abstimmungsrichtlinien der Top 40-Investoren in DAX-Unternehmen zu dem Ergebnis, dass die Anforderungen im Durchschnitt wenig detailliert sind. Nur 36 der betrachteten Investoren veröffentlichen überhaupt explizite Richtlinien, in denen allgemeine Anforderungen an die Ausgestaltung und Veröffentlichung der Vorstandsvergütung Erwähnung finden. Von diesen mangelt es aber bei 70% größtenteils an Informationen, die es Unternehmen erlauben, eine Ableitung konkreter Designaspekte vorzunehmen (Bewertung C oder D).

Im Schnitt lassen sich die Guidelines der betrachteten Investoren mit einem C bewerten, wobei sich die beiden Kategorien „Anforderungen an Systemeigenschaften“ sowie „Anforderungen an Transparenz und Kommunikation“ in ihrer durchschnittlichen Bewertung nicht unterscheiden.

Die mit Abstand umfangreichste Guideline stellt der US-amerikanische Pensionsfonds California Public Employees' Retirement System (CalPERS) Unternehmen zur Verfügung. Als einziger der untersuchten Investoren erlangt er die Bestnote A.

Die Abstimmungsrichtlinien von CalPERS bieten Unternehmen damit eine detaillierte und verständliche Anleitung, wie Vorstandsvergütungssysteme sowie deren Ausweis aus einer Investorensicht gestaltet sein sollten.

Der hohe Detailgrad der Richtlinien kann beispielhaft an Aussagen zur Festlegung der Zielvergütung deutlich gemacht werden:

„Overall target ranges of total compensation and components therein including base salary, short-term incentive and long-term incentive components should be disclosed. When setting performance goals for “target” bonuses, the compensation committee should set performance levels below which no bonuses would be paid and above which bonuses would be capped. Except in extraordinary situations, the compensation committee should not “lower the bar” by changing performance targets in the middle of bonus cycles. If the committee decides that changes in performance targets are warranted in the middle of a performance cycle, it should disclose the reasons for the change and details of the initial targets and adjusted targets.“⁸

Die Abstimmungsrichtlinien von CalPERS weisen somit einen noch höheren Detailgrad als die Richtlinien von ISS und Glass Lewis auf. Die Richtlinien der beiden Stimmrechtsberater wurden in allen Kriterien durchgehend mit den Bewertungen A oder B versehen.

Die detaillierten Anforderungen von CalPERS, die beispielsweise genau aufschlüsseln, welche Zielvergütungsbestandteile gefordert werden, wie Caps festzulegen sind oder welche Erwartungen an die Veröffentlichung gestellt werden, haben dazu geführt, dass in den Kriterien „Erfolgsmessung“ und „Ausweis“ die Bewertung A vergeben wurde.

Innerhalb der Gruppe der deutschen Investoren wurden DWS (ehemals Deutsche Asset Management) sowie Allianz Global Investors (AGI) am höchsten bewertet. Beide Investoren erreichen einen Gesamtscore von B.

Investor	Systemeigenschaften					Transparenz & Kommunikation			Gesamt-Score aller Kriterien
	Ermessen	Erfolgsmessung	Aktienkultur	Clawback/Malus	Gesamt System	Ausweis	Say-on-Pay	Gesamt Kommunikation	
California Public Employees' Retirement System	B	A	A	A	A	A	A	A	A
Allianz Global Investors	C	B	B	B	B	A	A	A	B
Amundi Asset Management	C	C	C	A	B	B	B	B	B
BlackRock (Gruppe)	B	A	B	B	B	A	B	A	B
BNP Paribas Asset Management	C	B	B	B	B	A	D	C	B
DWS (ehemals Deutsche Asset Management)	C	B	B	A	B	A	B	A	B
Florida State Board of Administration	C	B	A	A	B	B	B	B	B
JP Morgan Asset Management	B	B	B	B	B	A	A	A	B
Jupiter Asset Management	B	A	A	A	A	A	D	C	B
UBS	B	B	B	D	C	B	A	A	B
APG Asset Management	B	C	C	B	B	A	D	C	C
Baillie Gifford & Co.	D	B	B	D	C	B	D	C	C
Invesco Advisers	D	D	C	A	C	D	B	C	C
Norges Bank	C	C	D	D	D	B	C	B	C
Nuveen	B	B	B	D	C	A	D	C	C
Oppenheimer Funds	D	C	C	B	C	C	A	B	C
PGGM Vermögensbeher	B	B	C	B	B	C	D	D	C
Schroder Investment Management	B	B	B	D	C	D	D	D	C
Union Investment	D	B	C	D	D	B	A	A	C
Artisan Partners Limited Partnership	D	D	D	D	D	D	D	D	D
BNY Mellon Asset Management Corporation	D	C	C	A	C	D	C	D	D
Capital World Investors	D	D	C	D	D	D	D	D	D
Charles Schwab Investment Management	D	C	D	D	D	D	C	D	D
Deka Investment	D	B	D	D	D	C	B	B	D
Dimensional Fund Advisors	D	C	D	D	D	C	D	D	D
Fidelity	D	B	B	D	C	C	D	D	D
Franklin Advisers	D	D	D	D	D	C	D	D	D
Geode Capital Management	D	D	C	D	D	D	A	C	D
Harris Associates	D	D	C	D	D	D	D	D	D
Janus Henderson Investors	D	C	B	D	D	C	D	D	D
Lyxor Asset Management	D	C	D	D	D	C	D	D	D
MFS Investment Management	D	C	C	D	D	D	B	C	D
Oddo (Frankfurt Trust)	D	D	D	D	D	D	D	D	D
State Street	D	C	C	D	D	B	D	C	D
T. Rowe Price Associates	C	C	C	D	C	C	D	D	D
The Vanguard Group	C	C	B	D	C	D	D	D	D
Assenagon	Beurteilung nicht möglich, da keine Guidelines öffentlich verfügbar.								
Commerz Funds Solutions									
Northern Cross LLC									
Pictet Asset Management ⁹									
Durchschnitt	D	C	C	D	C	C	D	C	C
ISS	A	B	B	A	B	B	A	A	A
Glass Lewis	B	B	A	A	A	A	A	A	A

Abbildung 7: Überblick Analyse Abstimmungsrichtlinien der Top 40-Investoren im DAX

⁹ Pictet Asset Management verweist auf seiner Homepage auf die Abstimmungsrichtlinien von ISS und wird in der Bewertung daher nicht berücksichtigt.

„Von den deutschen Investoren erzielten DWS und AGI die besten Bewertungen. Mit ihren Richtlinien zur Vorstandsvergütung erreichten beide Investoren den Gesamtscore B.“

Regine Siepmann – hkp// group

Formulieren sowohl DWS als auch AGI jeweils detaillierte Anforderungen in der Kategorie „Anforderungen an Transparenz und Kommunikation“ auf einem ähnlichen Niveau wie CalPERS, fehlt bei den Anforderungen an die Ausgestaltung des Systems die letzte Konkretisierung, die eine zweifelsfreie Gestaltung eines Vorstandsvergütungssystems ermöglichen und in einer Bewertung auf A-Niveau resultieren würde.

In der separaten Betrachtung der Kategorien „Anforderungen an Systemeigenschaften“ sowie „Anforderungen an Transparenz & Kommunikation“ zeigt sich, dass Jupiter Asset Management – als einziger Top-Investor neben CalPERS – in der Kategorie „Anforderungen an Systemeigenschaften“ die bestmögliche Bewertung erlangen konnte (siehe Abbildung 7).

Insgesamt belegt Jupiter Asset Management zusammen mit dem Florida State Board of Administration, JP Morgan Asset Management, sowie den deutschen Investoren DWS und Allianz Global Investors die Plätze hinter CalPERS und BlackRock. So weisen die Abstimmungsrichtlinien von Jupiter Asset Management einen hohen Grad an Strukturierung auf. In verschiedenen Abschnitten wird detailliert auf einzelne Aspekte von Vergütung eingegangen, zum

Beispiel Grundvergütung, Short-term Incentive, Long-term Incentive, Pensionen etc. Dabei werden weder Themen vermischt noch Anforderungen konsolidiert dargestellt oder unklare Beschreibungen gegeben.

Schlusslichter in Sachen Umfang und Anwendbarkeit ihrer Richtlinien sind Harris Associates, Capital World Investors, Franklin Advisors, Artisan Partners sowie Oddo. Da die Abstimmungsrichtlinien dieser Investoren Unternehmen kaum Handlungsanweisung bieten, wie ein Vorstandsvergütungssystem gestaltet und/oder veröffentlicht sein sollte, wurden alle fünf Investoren im Gesamtscore mit D eingestuft.

Die fehlenden inhaltlichen Informationen spiegeln sich zudem im Umfang der Richtlinien wider. Umfassen die Anforderungen an Vergütung von CalPERS acht Seiten, füllen die Ausführungen der am schlechtesten bewerteten Investoren kaum eine Seite aus.

Besonders kritisch zu erwähnen sind die Investoren Northern Cross, Commerz Funds Solutions und Assenagon, die keinerlei Richtlinien veröffentlichen und damit nicht in die Auswertung eingegangen sind. Im Ergebnis haben damit rund die Hälfte der Top 40-Investoren keine oder vollkommen unzureichende Guidelines hinsichtlich des Themas Vorstandsvergütung.

„Rund die Hälfte der betrachteten Investoren veröffentlicht keine oder vollkommen unzureichende Guidelines in Sachen Vorstandsvergütung.“

Hannes Klingenberg – hkp// group

Ermessen, Clawback/Malus & Say-on-Pay

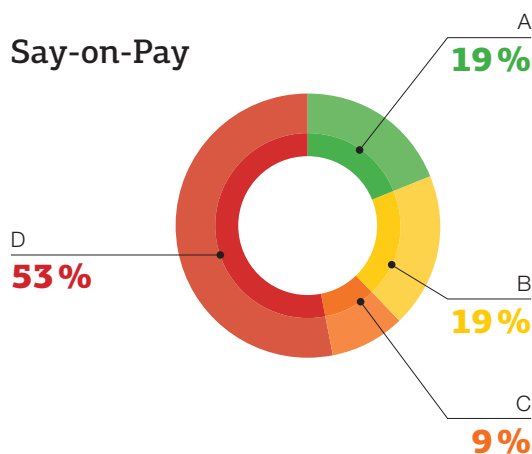
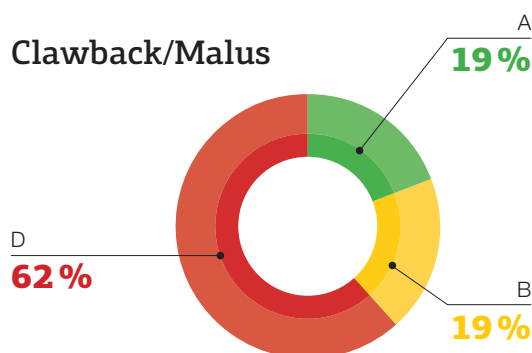
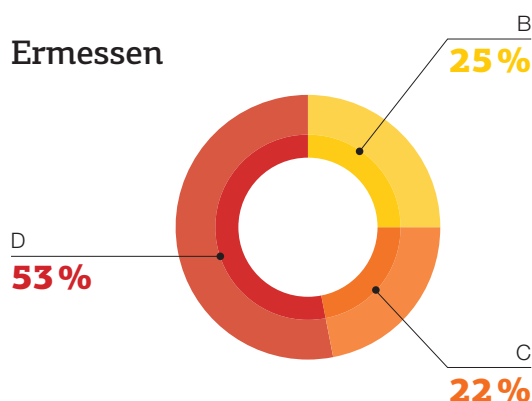
In den Bewertungskriterien „Ermessen“, „Clawback/Malus“ sowie „Say-on-Pay“ wurden durch Investoren die wenigsten Informationen bereitgestellt. Sie wurden daher im Durchschnitt der Top 40-Investoren mit der Note D bewertet.

Dieses Ergebnis steht in deutlichem Kontrast zu der in den letzten Jahren gerade durch Investoren intensiv geäußerten Kritik an „Willkür“ oder fehlender Nachvollziehbarkeit in der Vorstandsvergütung. So ist seit 2015 einer der Hauptablehnungsgründe von Vergütungssystemen der als zu hoch angesehene Ermessensspielraum bei diskretionären Vergütungsbestandteilen.

Beispielsweise wurde im Jahr 2017 im abgelehnten System des damaligen DAX-Werts ProSiebenSat.1 (33,19 % Zustimmung) die Anpassungsmöglichkeit der Auszahlung aus der Langfristvergütung (+/- 25 %) als einer der Hauptkritikpunkte genannt.

Vor allem am Kriterium „Ermessen“ wird deutlich, dass Investoren offenbar klare Vorstellungen haben und diese auf Hauptversammlungen in Say-on-Pay-Abstimmungen dokumentieren. Emittenten hingegen können aber aufgrund mangelnder Vorabinformationen diesen Anforderungen gar nicht nachkommen. Sie werden vielfach erst über Kritik auf ihrer Hauptversammlung informiert und damit überrascht.

Bei den genannten drei Kriterien zeigt sich ein starkes Gefälle in der Bewertung: Ein Großteil der Investoren stellt nur wenige bis keine Informationen zu Verfügung (Bewertung D). Wenn jedoch eine explizite Erwähnung erfolgt, ist vor allem bei Clawback/Malus und Say-on-Pay der Detailgrad so hoch, dass dieser mit einem A oder B bewertet werden kann. Kurz gesagt: Sofern Investoren zu diesen Themen eine Aussage treffen, sind die enthaltenen Informationen auch anwendbar.



„Kaum ein Fünftel der betrachteten Investoren stellt brauchbare Informationen zu den Kriterien Erfolgsmessung und Aktienkultur zur Verfügung.“

Prof. Dr. Michael Wolff, Universität Göttingen

Abbildung 8a:
Bewertungs-
kriterium
Ermessen

Abbildung 8b:
Bewertungs-
kriterium
Clawback/
Malus

Abbildung 8c:
Bewertungs-
kriterium
Say-on-Pay

Erfolgsmessung, Aktienkultur & Ausweis

Die Kriterien „Erfolgsmessung“ sowie „Aktienkultur“ werden im Durchschnitt mit einem C bewertet. Insgesamt erreichen ca. 70 % der Abstimmungsrichtlinien die Bewertungsstufen B und C. Diese bieten einen mittleren/ausreichenden Grad an Umfang und Detail.

Dennoch zeigt sich auch hier, dass jeweils ca. ein Fünftel der Investoren kaum brauchbare Informationen bzw. konkrete Handlungsanweisungen zur Verfügung stellt und nur sehr wenige zu Erfolgsmessung (BlackRock, CalPERS und Jupiter Asset Management) sowie Aktienkultur (CalPERS, Jupiter Asset Management und Florida State Board of Administration).

Vor allem die Abstimmungsrichtlinien des Florida State Board of Administration stellen die Ausrichtung von Vorstandsvergütungssystemen mit Aktionärsinteressen deutlich in den Vordergrund. Ein wesentlicher Fokus gilt dabei der Abwägung zwischen den Kosten von Langfristvergütung sowie des Pay for Performance. Anhand detaillierter Anforderungen wird dargestellt, wie eine Vergleichsgruppe gestaltet sein sollte, falls die Erfolgsmessung an einen relativen Vergleich mit Wettbewerbern gekoppelt wird. Florida State Board of Administration macht dabei unmissverständlich klar, dass – wenn die Vergleichsgruppe bestimmte und explizit genannte Merkmale aufweist – keine Unterstützung für solche Vergütungspläne gegeben wird.

Im Kriterium „Ausweis“ sind die Bewertungen relativ gleich verteilt. Hier zeigt sich ein starker Zusammenhang mit dem Gesamtscore. So wird der Detailgrad der Anforderungen an den Ausweis von BlackRock mit einem A bewertet, während sein Gesamtscore insgesamt ein B erreicht.

Dieses Phänomen ist – mit kleineren Abweichungen – bei fast allen Investoren zu beobachten. Lediglich Nuveen und APG Asset Management schnitten jeweils mit einem A im Kriterium Ausweis ab, erlangten aber insgesamt nur ein C. Einmal mehr zeigt sich hier die Diskrepanz zwischen wenig konkreten Anforderungen der Investoren an die Ausgestaltung der Vergütungssysteme einerseits und andererseits ihrer Forderung an Unternehmen, möglichst umfassend zu ihren Vergütungssystemen zu berichten.

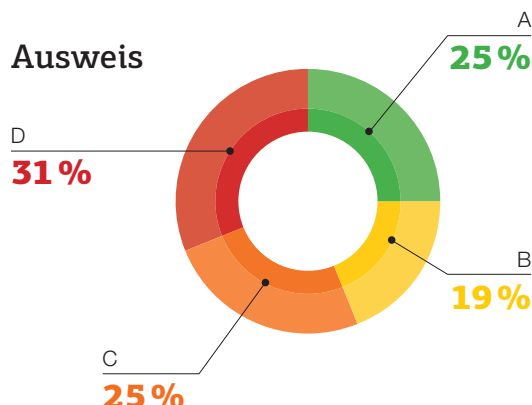
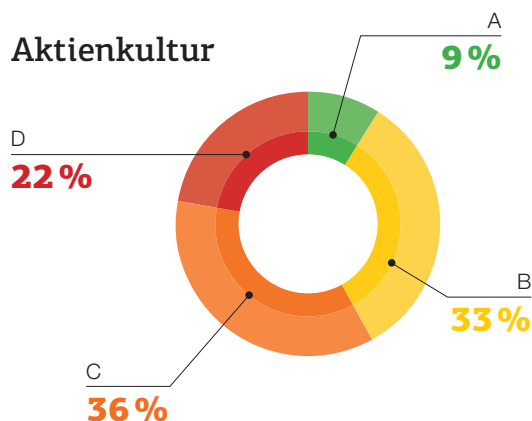
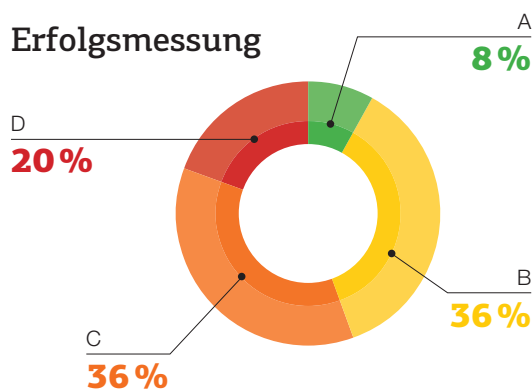


Abbildung 9a: Bewertungskriterium Erfolgsmessung

Abbildung 9b: Bewertungskriterium Aktienkultur

Abbildung 9c: Bewertungskriterium Ausweis

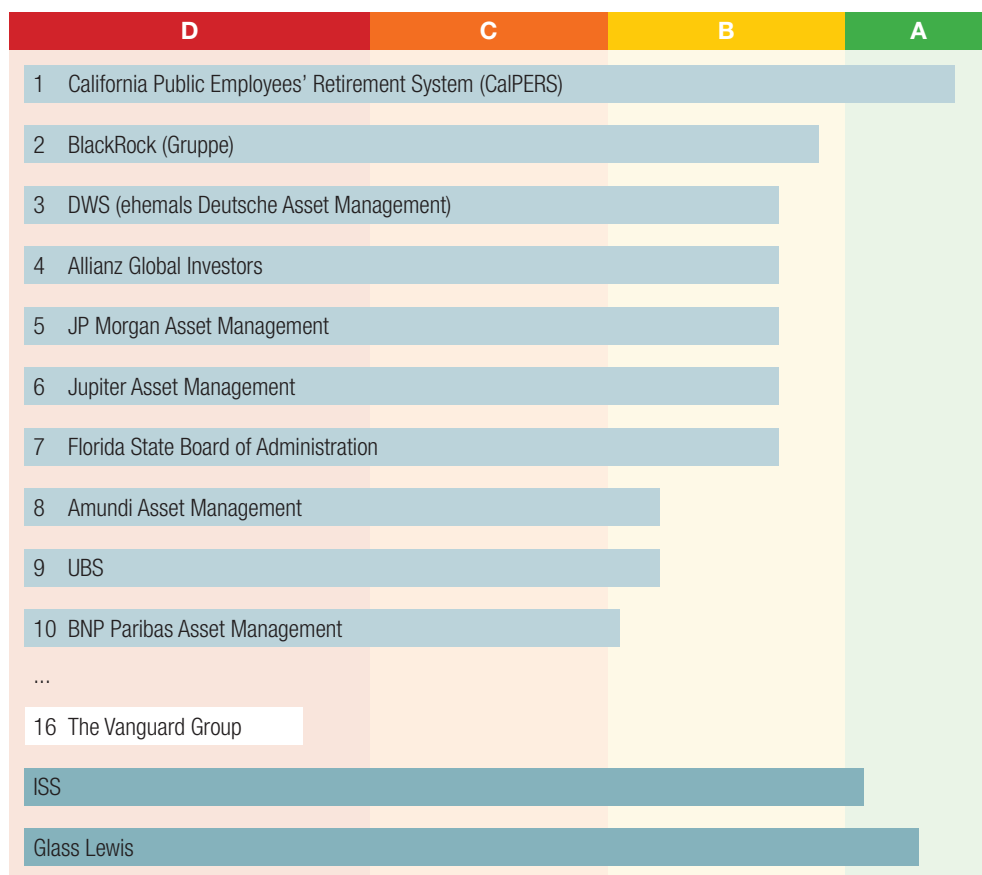


Abbildung 10: Anwendbarkeit und Aussagekraft von Abstimmungsrichtlinien: Ranking Top 10-Bewertungen für Investoren und Stimmrechtsberater, kontrastiert durch die Ergebnisse von Vanguard als zweigrößtem Investor im DAX

Die Auswertung macht deutlich, dass die Abstimmungsrichtlinien der Top 40-Investoren im DAX in der Gesamtschau insbesondere im Vergleich zur aktuell geäußerten Kritik auf deutschen Hauptversammlungen in ihrer Anwendbarkeit „hinterherhinken“. Nur einige wenige Investoren veröffentlichen Richtlinien, die von Unternehmen tatsächlich und relativ zweifelsfrei anwendbar sind. Im beschriebenen Gesamtüberblick lassen sich kaum Muster erkennen: Die Anforderungen von Vanguard – dem zweitgrößten

Investor im DAX – sind für deutsche Unternehmen kaum nutzbar; die Richtlinien der Plätze eins (BlackRock) und drei (DWS) weisen hingegen eine sehr hohe Anwendbarkeit auf.

Auch Analysen nach bestimmten weiteren Investoreneigenschaften wie Management Style (aktiv/passiv) und Herkunft zeigen keinen nachweisbaren Zusammenhang der jeweiligen Investoreneigenschaft und dem Detailgrad ihrer Abstimmungsrichtlinien.

„Quantität und Qualität der Abstimmungsrichtlinien der Top 40-Investoren im DAX stehen im deutlichen Kontrast zu deren massiver Kritik an der Vorstandsvergütung. Wir sehen ein klares Say over Substance!“

Michael H. Kramarsch – hkp/// group

Zusammenhang zwischen Proxy Voting Guideline und Abstimmungsverhalten

Abstimmungsrichtlinien weisen nicht nur Vorgaben an die Ausgestaltung und Veröffentlichung von Vorstandsvergütungssystemen auf, sondern geben im besten Fall auch eine Indikation über das Abstimmverhalten von Investoren, sofern deren Anforderungen erfüllt bzw. nicht erfüllt sind.

Daher wurde im Rahmen der Analyse zudem untersucht, ob sich Investoren mit einem hohen Detailgrad ihrer Abstimmungsrichtlinien – also Investoren, die sich intensiv mit dem Thema der Vorstandsvergütung befassen und diesem einen hohen Stellenwert

beimessen – kritischer in ihrem tatsächlichen Abstimmungsverhalten zeigen.

Zur Überprüfung dieser These wurden die Say-on-Pay-Zustimmungsraten der Investoren von DAX-Unternehmen in einem Zeitraum von 2010 bis 2018 betrachtet. Dabei zeigt sich, dass der Detailgrad der Abstimmungsrichtlinien mit der kritischen Bewertung von Vorstandsvergütung in Say-on-Pay-Abstimmungen nur schwach bis gar nicht zusammenhängt und sich ein sehr uneinheitliches Bild ergibt (siehe Abbildung 11).

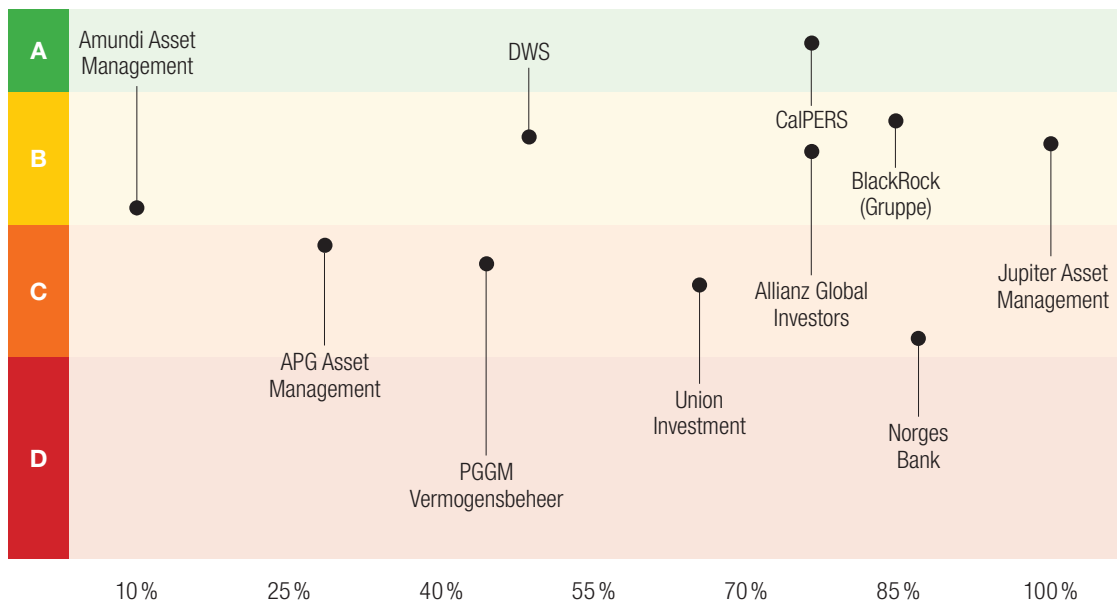


Abbildung 11: Gemeinsame Betrachtung Gesamtscore und durchschnittliche Zustimmungsquoten Say-on-Pay 2010-2018
Quelle: ProxyInsight (für durchschnittliche Say-on-Pay-Zustimmung)

Lesebeispiel: BlackRock kommt in der Gesamtbetrachtung der Anwendbarkeit und Aussagekraft von Abstimmungsrichtlinien auf eine Bewertung von B und hat zwischen 2010 und 2018 in 85% der Fälle einem zur Abstimmung stehenden Vergütungssystem eine Zustimmung erteilt.

„Ob und wie Investoren ihre Stimmrechte in Sachen Say-on-Pay faktisch abgeben, bleibt – unabhängig von ihren Abstimmungsrichtlinien – erratisch.“

Regine Siepmann – hkp// group

Die niedrigste Zustimmungsrates laut ProxyInsight wies mit nur 13% befürworteten Vergütungssystemen Amundi Asset Management auf. Der Investor veröffentlicht gleichzeitig relativ umfangreiche Richtlinien (Bewertung B). In diesem Fall zeigt sich somit ein Gleichklang zwischen Detailgrad der Richtlinie und Kritik in den Abstimmungen.

Die Analyse zeigt des Weiteren, dass insbesondere die niederländischen Pensionsfonds APG Asset Management (31% Zustimmung) und PGGM Vermögensbeheer (49% Zustimmung) besonders kritisch agieren. Dennoch wurden die Abstimmungsrichtlinien dieser beiden Investoren nur mit C bewertet.

Ebenfalls auffällig: BlackRock stimmte im betrachteten Zeitraum in 85% der Fälle „für“ ein Say-on-Pay und könnte mit seinen umfangreichen Abstimmungsrichtlinien als professioneller Entscheider über Vorstandsvergütung betrachtet werden.

Allerdings hat BlackRock aufgrund seiner Anteile von durchschnittlich ca. 7% an allen DAX-Unternehmen einen überaus großen Einfluss auf Hauptversammlungen. Dieser Einfluss ergibt sich durch die hohe Investmentsumme, niedrige Hauptversammlungspräsenzen und ist auch ein Ergebnis von vielen „Followern“ bei kleineren und mittleren Investoren.

In der Analyse von Zusammenhängen zwischen durchschnittlichen Zustimmungsrates und Qualität der Richtlinien ist zudem zu beachten, dass Investoren in unterschiedlich vielen DAX-Unternehmen in unterschiedlichem Maße investiert sind und teilweise nicht bei allen Say-on-Pay-Abstimmungen ihre Stimme abgeben.

Daher ist zu hinterfragen, mit welcher Logik Investoren ihre Stimmen abgeben und diese auf jedem möglichen Say-on-Pay der investierten Unternehmen abstimmen oder lediglich abgestimmt wird, wenn Kritik geäußert werden soll oder Redebeiträge vorgesehen sind.

Fazit: Verantwortungsvolles Investieren braucht einen Stewardship Code

Die vorliegende Studie offenbart ein sehr heterogenes Bild der Investorenlandschaft in den führenden börsennotierten Unternehmen in Deutschland. Dieses Bild trifft auf eine durch den Gesetzgeber initiierte zunehmende Verlagerung von Zuständigkeiten in der Vorstandsvergütung – weg von Aufsichtsräten hin zu institutionellen Investoren. So werden durch das ARUG II die Hauptversammlung und damit mehrheitlich institutionelle Investoren gestärkt.

Das Thema Vorstandsvergütung ist jedoch volkswirtschaftlich und gesellschaftspolitisch sensibel, da es im Kern um Fragen geht, wie Unternehmen gesteuert werden und Wertschaffung verteilt wird.

Die Verlagerung unternehmerischer Verantwortung zu institutionellen Investoren insbesondere auch in nicht-finanziellen Dimensionen bedarf daher klarer Leitplanken für verantwortliches Investieren. Diese sollten verbindlich für alle in Deutschland aktiven Investoren sein und nicht nur die Minderheit der deutschen Investoren adressieren.

Dabei geht es um zwei Perspektiven: zum einem um die fiduziarische Pflicht den Geldgebern der Investoren gegenüber, beispielsweise Mitarbeitern in kapitalgedeckten Rentenplänen, und zum anderen den Unternehmen gegenüber, in die investiert wurde und die daraus resultierenden Rechte und Pflichten.

Aus Sicht der Studienautoren sind es einige wenige und einfache Vorgaben, die die Leitplanken verantwortlichen Investierens in Deutschland ausmachen sollten:

- › Investoren sollen ihre Abstimmungsrichtlinien öffentlich machen. Dies ermöglicht überhaupt erst die Beurteilung durch Geldgeber hinsichtlich verantwortlichen Investierens und verhindert erpresserische Willkür im Stimmverhalten den Unternehmen gegenüber.
- › Investoren sollen ihre Regeln für den Austausch mit Unternehmen definieren (Rules of Engagement) und transparent machen sowie eine Ansprechperson zur Kontaktaufnahme benennen.
- › Darüber hinaus sollen Investoren ihre Abstimmungen öffentlich machen.

„Die Verlagerung unternehmerischer Verantwortung zu institutionellen Investoren insbesondere auch in nicht-finanziellen Dimensionen bedarf klarer Leitplanken für verantwortliches Investieren.“

Kay Bommer, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

„Investoren sollen ihre Abstimmungsrichtlinien öffentlich machen. Dies ermöglicht überhaupt erst die Beurteilung durch Geldgeber hinsichtlich verantwortlichen Investierens und verhindert erpresserische Willkür im Stimmverhalten den Unternehmen gegenüber“

Prof. Dr. Michael Wolff – Universität Göttingen

Letztgenannter Aspekt ermöglicht überhaupt erst die Überprüfung des ersten Punktes durch die Geldgeber wie auch Unternehmen. Gleichzeitig wird damit eine weitere zentrale Facette verantwortlichen Investierens adressiert: Geldgeber wissen heute teils nicht belastbar, ob ihre Stimmen überhaupt und weisungskonform bei der Gesellschaft ausgeübt wurden.

Die angeführten Punkte (und noch einige mehr) sollten in einem Stewardship Code für verantwortungsvolles Investieren in Deutschland zusammengefasst werden.

Dessen Erarbeitung sollte einer gesellschaftlich breit verankerten Expertengruppe übertragen werden und die Einhaltung der entstehenden Regeln in geeigneter Form überwacht werden.

Die absehbare weitere Verlagerung von Kompetenzen im Rahmen der Vorstandsvergütung hin zu Investoren muss durch eine deutlich erhöhte Transparenz und damit externe Überprüfbarkeit des Agierens von Investoren und Stimmrechtsberatern begleitet werden.

„Es braucht einen Stewardship Code für verantwortungsvolles Investieren in Deutschland. Dessen Erarbeitung sollte einer gesellschaftlich breit verankerten Expertengruppe übertragen werden und die Einhaltung der entstehenden Regeln in geeigneter Form überwacht werden.“

Michael H. Kramarsch – hkp/// group

Anhang

Übersicht Proxy Voting Guidelines der Top-Investoren

Folgende Proxy Voting Guidelines wurden in die Analyse mit Stand HV-Saison 2018 einbezogen:

› Allianz Global Investors	https://link.hkp.com/allianz
› Amundi Asset Management	https://link.hkp.com/amundi
› APG Asset Management	https://link.hkp.com/apg
› Artisan Partners Limited Partnership	https://link.hkp.com/artisan
› Baillie Gifford & Co.	https://link.hkp.com/bailliegifford
› BlackRock (Gruppe)	https://link.hkp.com/blackrock
› BNP Paribas Asset Management	https://link.hkp.com/bnp
› BNY Mellon Asset Management Corporation	https://link.hkp.com/bny
› California Public Employees' Retirement System	https://link.hkp.com/calpers
› Capital World Investors	https://link.hkp.com/capital
› Charles Schwab Investment Management	https://link.hkp.com/charlesschwab
› Deka Investment	https://link.hkp.com/deka
› Dimensional Fund Advisors	https://link.hkp.com/dimensional
› DWS (ehemals Deutsche Asset Management)	https://link.hkp.com/dws
› Fidelity	https://link.hkp.com/fidelity
› Florida State Board of Administration	https://link.hkp.com/floridastate
› Franklin Advisers	https://link.hkp.com/franklin
› Geode Capital Management	https://link.hkp.com/geode
› Harris Associates	https://link.hkp.com/harris
› Invesco Advisers	https://link.hkp.com/invesco

› Janus Henderson Investors	https://link.hkp.com/janushenderson
› JP Morgan Asset Management	https://link.hkp.com/jpmorgan
› Jupiter Asset Management	https://link.hkp.com/jupiter
› Lyxor Asset Management	https://link.hkp.com/lyxor
› MFS Investment Management	https://link.hkp.com/mfs
› Norges Bank	https://link.hkp.com/norges
› Nuveen	https://link.hkp.com/nuveen
› Oddo (Frankfurt Trust)	https://link.hkp.com/oddo
› Oppenheimer Funds	https://link.hkp.com/oppenheimer
› PGGM Vermögensbeheer	https://link.hkp.com/pggm
› Schroder Investment Management	https://link.hkp.com/schroder
› State Street	https://link.hkp.com/statestreet
› T. Rowe Price Associates	https://link.hkp.com/troweprice
› The Vanguard Group	https://link.hkp.com/vanguard
› UBS	https://link.hkp.com/ubs
› Union Investment	https://link.hkp.com/union

Von folgenden Investoren waren keine Proxy Voting Guidelines über öffentlich zugängliche Quellen verfügbar:

- › Assenagon
- › Commerz Funds Solutions
- › Northern Cross LLC

Folgender Investor verweist auf seiner Homepage auf die Abstimmungsrichtlinien von ISS:

- | | |
|---------------------------|---|
| › Pictet Asset Management | https://link.hkp.com/pictet |
|---------------------------|---|

Die Studienautoren

Michael H. Kramarsch Managing Partner hkp/// group

In seiner mehr als 25-jährigen Beraterlaufbahn hat sich Michael H. Kramarsch zu einem der renommiertesten Experten für Corporate Governance, strategische HR-Themen und Top-Executive-Vergütung entwickelt. 1998 trat er als Leiter Executive Compensation in die Dienste einer internationalen HR-Management-Unternehmensberatung, die er erfolgreich aufbaute und fusionierte und für die er zuletzt die Geschäftsaktivitäten im deutschsprachigen Raum verantwortete. Seine Bücher und Publikationen zu Fragen der Managementvergütung und Corporate Governance sowie seine Stellungnahmen und Kommentare zu aktuellen Entwicklungen untermauern seine Expertenstellung.

michael.kramarsch@hkp.com



Hannes Klingenberg Consultant hkp/// group

Hannes Klingenberg absolvierte sein Bachelor- und Masterstudium der Bildungs- und Erziehungswissenschaften mit den Studienschwerpunkten Berufsbildung, Beratungspsychologie und Soziologie in Hamburg. Während und nach seinem Studium war er knapp zehn Jahre in verschiedenen Leitungspositionen des öffentlichen Diensts im In- und Ausland tätig. Vor seinem Start bei der hkp///group arbeitete Hannes Klingenberg in Hamburg bei einem renommierten Wirtschaftsprüfungsunternehmen im Themenfeld der Vorstandsvergütung. Seit 2017 arbeitet er bei der hkp///group im Bereich Board Services.

hannes.klingenberg@hkp.com



Regine Siepmann Partner hkp/// group

Regine Siepmann berät für die hkp///group seit Dezember 2010 hauptsächlich börsennotierte Gesellschaften in den Bereichen Board Services und Executive Compensation. Schwerpunkte ihrer Consulting-Tätigkeiten sind Fragen der Corporate Governance und Regulatorik, Angemessenheitsprüfungen der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung, die Publizität der Bezüge für Organmitglieder sowie die Aus- und Neugestaltung variabler Vergütungssysteme für das Top Management. Regine Siepmann begann nach ihrem Diplom-Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Universität zu Köln mit dem Schwerpunkt Personalwirtschaftslehre ihre berufliche Laufbahn in einer internationalen HR-Management-Beratung.

regine.siepmann@hkp.com



Kay Bommer Geschäftsführer DIRK

Kay Bommer (Rechtsanwalt, MBA) ist – mit einer Unterbrechung von 2011 bis 2012 – seit 2001 Geschäftsführer des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband. Nach seinem Studium in Göttingen, Passau und Sydney (Australien) arbeitete er erfolgreich für eine große internationale Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, bevor er zwei Jahre lang die Investor Relations-Abteilung eines am Neuen Markt notierten Unternehmens leitete. Kay Bommer ist im Aufsichtsrat innovativer Aktiengesellschaften vertreten und nimmt Lehraufträge für Kapitalmarktrecht und Unternehmenskommunikation an renommierten Universitäten wahr. Im Januar 2011 wurde er zum Ehrenmitglied des DIRK gewählt.

kbommer@dirk.org



Prof. Dr. Michael Wolff Professur für Management und Controlling Georg-August-Universität Göttingen

Prof. Dr. Michael Wolff ist Inhaber der Professur für Management und Controlling an der Georg-August-Universität Göttingen. Zuvor hatte er einen Lehrstuhl für Corporate Governance an der Johannes-Gutenberg Universität Mainz inne. Darüber hinaus war er u.a. als Berater für McKinsey & Company, Inc. tätig. Im Rahmen seiner Forschung beschäftigt er sich mit unterschiedlichsten Fragestellungen der Corporate Governance. Ein Schwerpunkt liegt dabei auf verschiedensten Aspekten der Aufsichtsratsarbeit, wobei er u.a. regelmäßig Studien zu Themen wie der Aufsichtsratszusammensetzung und Effizienzprüfung publiziert. Methodisch nutzt er dabei unterschiedlichste State of the Art-Ansätze der Statistik und Ökonometrie. Zusätzlich steht er durch Trainings und Coachings im regelmäßigen Austausch mit Aufsichtsräten.

michael.wolff@wiwi.uni-goettingen.de



Über die hkp/// group

Die hkp/// group ist eine partnergeführte, internationale Unternehmensberatung. Als transformationserfahrene Berater sind wir anerkannter Innovationsführer in HR und beraten große und mittlere international tätige Unternehmen bis hin zu Start-ups, mit denen wir passgenaue und praxistaugliche Lösungen erarbeiten.

Die hkp/// group Partner verfügen über langjährige und internationale Beratungs- und Unternehmenserfahrung. Sie sind im Markt anerkannte Experten für Executive Compensation, Board Services, Performance & Talent Management, HR Strategy & Transformation, HR & Compensation Benchmarking. Unsere Partner werden von Aufsichts- und Verwaltungsräten, Vorständen und Geschäftsleitungen sowie HR-Managern und -Spezialisten als kompetente Ansprechpartner geschätzt.

In einem immer dynamischeren Umfeld ist unser Anspruch, für unsere Kunden nachhaltigen Unternehmenserfolg zu sichern. Dabei verbinden wir tiefes Verständnis von Unternehmensstrategie, HR- und Finanz-Know-how mit ausgeprägter Branchenkompetenz, insbesondere für Banken und Versicherungen, Automobilhersteller und -zulieferer sowie Unternehmen in Transport und Logistik, Chemie und Pharma, Öl und Gas, Real Estate, IT und Telekommunikation sowie Handel.

Mit über 700.000 Vergütungsdaten aus mehr als 60 Ländern und allen Branchen zählt die hkp/// group zu den führenden Anbietern von Vergütungsvergleichen. Allein im Bereich Geschäftsleitungsvergütung bieten wir Zugriff auf Vergütungsdaten von 20.000 Personen in über 3.000 europäischen Unternehmen (boardpay.com). Die Übermittlung und Verarbeitung unserer Daten erfolgt nach höchsten Sicherheitsstandards ausschließlich in Deutschland und den Niederlanden.

 www.twitter.com/hkp_group

 www.xing.com/company/hkpgroup

 www.linkedin.com/company/hkpgroup

Kontakt:

Thomas Müller

hkp/// group

Phone +49 69 175 363 323

Mobile +49 176 100 88 237

thomas.mueller@hkp.com

Über die Georg-August-Universität Göttingen

Die Universität Göttingen, gegründet 1737, versteht sich als international bedeutende Forschungsuniversität mit Schwerpunkten in der forschungsbasierten Lehre. Sie zeichnet sich aus durch die Vielfalt ihrer Fächer insbesondere in den Geisteswissenschaften, durch die exzellente Ausstattung in den Naturwissenschaften sowie die herausragende Qualität ihrer Forschung in den profilgebenden Bereichen. In den Jahren 2007 bis 2012 wurde die Georg-August-Universität mit ihrem Zukunftskonzept „Göttingen. Tradition – Innovation – Autonomie“ in der Exzellenzinitiative des Bundes und der Länder gefördert. Inzwischen sind alle Maßnahmen dieses Konzepts umgesetzt. Die Universität verfolgt die erfolgreich etablierten Instrumente über 2012 hinaus weiter, um die positive Entwicklung der Hochschule in Forschung und Lehre voranzutreiben.

Ihren Namen erhielt die Universität von ihrem Gründer, Georg II., König von Großbritannien und als Georg August zugleich Kurfürst von Hannover. Dem Geist der Aufklärung verbunden, wurde in Göttingen das Primat der Theologie abgeschafft und die Gleichberechtigung der Fakultäten eingeführt. Lange galt die Georgia Augusta als mathematisches Zentrum der Welt – eine Stellung, die sie 1933 verlor, als unter nationalsozialistischer Herrschaft über 50 Dozenten und Professoren die Hochschule verlassen mussten. Unter ihnen waren auch mehrere der über 45 Nobelpreisträger, deren Namen mit Göttingen verbunden sind. Nach dem Zweiten Weltkrieg nahm die Georgia Augusta als erste deutsche Universität 1945 den Lehrbetrieb wieder auf und entwickelte sich zu einer der großen Universitäten Deutschlands.

 www.twitter.com/unigoettingen

Kontakt:

Prof. Dr. Michael Wolff
Georg-August-Universität Göttingen
Phone +49 551 39 7275
michael.wolff@wiwi.uni-goettingen.de

Über den DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

Der DIRK - Deutscher Investor Relations Verband ist der größte europäische Fachverband für die Verbindung von Unternehmen und Kapitalmärkten. Wir geben Investor Relations (IR) eine Stimme und repräsentieren rund 90% des börsennotierten Kapitals in Deutschland. Als unabhängiger Kompetenzträger optimieren wir den Dialog zwischen Emittenten, Kapitalgebern sowie den relevanten Intermediären und setzen hierfür professionelle Qualitätsstandards.

Unsere Mitglieder erhalten von uns fachliche Unterstützung und praxisnahes Wissen sowie Zugang zu Netzwerken und IR-Professionals aus aller Welt. Zudem fördern wir den Berufsstand der Investor Relations und bieten umfangreiche Aus- und Weiterbildungsmöglichkeiten in enger Zusammenarbeit mit Wissenschaft und Forschung.

 www.twitter.com/ir_community

 www.xing.com/companies/dirkdeutscherinvestorrelationsverbande.v

Kontakt:

Kay Bommer

DIRK - Deutscher Investor Relations Verband

Phone +49 69 95 90 94 90

kbommer@dirk.org

hkp.com

Amsterdam

Vondelstraat 89A
1054 GM Amsterdam
Niederlande
Phone +31 20 737 0687
amsterdam@hkp.com

Dordrecht

Singel 380
3311 HM Dordrecht
Niederlande
Phone +31 78 613 72 76
dordrecht@hkp.com

Frankfurt

Friedrich-Ebert-Anlage 35-37
60327 Frankfurt am Main
Deutschland
Phone +49 69 175 363 30
frankfurt@hkp.com

Zürich

c/o Aeberli Treuhand, Zimmergasse 17
8008 Zürich
Schweiz
Phone +41 44 542 81 60
zurich@hkp.com
