

»AR1302303

Reaktionen auf den DCGK-Entwurf

Michael H. Kramarsch/Regine Siepmann/Dr. Jan Dörrwächter

Die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex hat am 06.11.2018 den Entwurf eines geänderten Kodex für börsennotierte deutsche Gesellschaften veröffentlicht. Gleichzeitig startete sie ein Konsultationsverfahren, das der interessierten Öffentlichkeit bis zum 31.01.2019 die Gelegenheit bot, sich zu den vorgeschlagenen Änderungen zu äußern. Von dieser Möglichkeit wurde in großem Umfang Gebrauch gemacht. Dieser Beitrag fasst die bedeutendsten Reaktionen von Kapitalmarktvertretern auf den DCGK-E zum Thema Vorstandsvergütung zusammen und erläutert das Dilemma der börsennotierten Unternehmen in Deutschland mit Blick auf die Veröffentlichung der Vorstandsvergütung auch im Kontext von ARUG II.

I. Der Entwurf des neuen DCGK

Die Zahl von deutlich über 100 Stellungnahmen zum Entwurf des neuen Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK-E) bezeugt das große Interesse der beteiligten Kreise an der Weiterentwicklung der Corporate Governance in Deutschland. Sie ist zugleich auch ein Beleg für den Umfang und die Ernsthaftigkeit der Bedenken gegen einzelne Vorschläge der Kommission. Im Folgenden sollen die Stellungnahmen der Kapitalmarktakteure mit Blick auf das Thema Vorstandsvergütung näher betrachtet werden. Neben Konkretisierungen zur Unabhängigkeit der Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat liegt der inhaltliche Schwerpunkt der Änderungsvorschläge zum DCGK vor allem auf der Vorstandsvergütung. Hierzu hat die Kommission zahlreiche neue Empfehlungen vorgelegt. Die größte Zäsur stellt wohl die Empfehlung dar, die langfristige variable Vergütung des Vorstands allein in Aktien auszuzahlen, die mindestens vier Jahre gehalten werden müssen.

II. Die Stellungnahmen der Kapitalmarktakteure

Von den 111 (Stand: 20.02. 2019) veröffentlichten Stellungnahmen zum DCGK-E stammen 24 aus dem Kreise nationaler und internationaler Investoren, Stimmrechtsberater bzw. ihrer entsprechenden Verbände oder Dachorganisationen. In diesen Stellungnahmen lassen sich einige Muster erkennen. Drei der Stellungnahmen sprechen sich durchweg positiv zum neuen Modell der Vorstandsvergütung aus. Dabei handelt es sich um Norges, Flossbach von Storch sowie PIRC. Hier wird allein eine noch stärkere Aktienorientierung angeregt, zum Beispiel eine Haltefrist von fünf bis zehn statt vier Jahren, eine zusätzliche Share-Ownership-Verpflichtung aus dem Privatvermögen sowie zusätzliche Aktien-Deferrals aus der kurzfristig variablen Vergütung. In den übrigen 21 Stellungnahmen wird als nahezu einhelliger und dringlichster Kritikpunkt die fehlende Flexibilität der Neuregelungen zur Vorstandsvergütung angeführt.

III. Inhaltliche Vorgaben zur Vorstandsvergütung

Insbesondere der „One-size-fits-all“-Ansatz (so BlackRock, DWS, Hermes und Vanguard) wird kritisiert. In den Augen

der Investoren stellt er eine „unnötige bzw. sogar unzulässige Einschränkung“ (DWS) und eine Beschränkung der Vertragsfreiheit dar. Der DCGK-E sei in puncto Vorstandsvergütung „zu detailliert, konkret und zu unflexibel, um den unterschiedlichen Situationen der Emittenten gerecht zu werden“ (BVI, vergleichbar auch DVFA, Fidelity, AberdeenStandard, DWS, Glass Lewis, Hermes und Aviva).

Die englischsprachigen Stellungnahmen nutzen dabei annähernd wortgleich die Begrifflichkeit „too prescriptive“. Vanguard formuliert die Bedenken wie folgt: „After engagement with thousands of companies over many years, our Investment Stewardship programme has learned the hazards of a one-size-fits-all approach to remuneration. Instead, we believe that appropriate flexibility for Boards to operate in their shareholders' best interest, along with high quality disclosure and investor engagement, will support optimal remuneration practices over the long term.“

Die fehlende Flexibilität wird dabei zum einen in der starren Unterscheidung zwischen operativen (kurzfristig variable Vergütung) und strategischen Zielen (langfristig variable Vergütung) gesehen (so u.a. AGI, Fidelity, BlackRock und RPMI Railpen), etwa: „Supervisory boards should also feel they have the freedom to set strategic targets as part of the short-term incentive if they believe this is appropriate“ (Fidelity). Zum anderen wird die ebenfalls strikte Vorgabe der Auszahlung der kurzfristig variablen Vergütung in bar bzw. der langfristig variablen Vergütung in Aktien kritisiert (so z.B. Baillie Gifford, DVFA, Fidelity, IVOX und PIRC).

Der einflussreiche US-Stimmrechtsberater Glass Lewis drückt die Kritik wie folgt aus: „Given our orientation toward long-term sustainability and alignment with shareholder interest, we prefer that long-term awards be allocated in the form of performance-based equity awards, which provide a clear and direct alignment between executives' and investors' priorities. However, we recognise that each company has different solutions for incentivising and retaining executives. For instance, we recognise that alter-

native methods of equity alignment such as deferring part of the annual bonus into equity or settling long-term incentive awards in cash with a corresponding robust requirement for management board members to maintain a minimum shareholding throughout their tenure are viewed as viable alternatives by some market participants. Such alternative models are rooted in the tradition and culture of many companies and may continue to be appropriate for them depending on the business model, strategy and shareholder structure.”

Auf diese alternativen Modelle und die bestehende – vom vorgeschlagenen DCGK-E-Modell praktisch durchweg abweichende – Marktpraxis gehen neben Glass Lewis weitere Stellungnahmen ein, so von DSW, LGIM, DVFA, Fidelity und ICGN. Fidelity schreibt: „We are concerned that the recommendations on management board remuneration set forth in the new Code establish a remuneration framework which is – as far as we are aware – not yet used by any German company, or at the very least is not widely used“, und ICGN merkt an: „We are cautious about the introduction of rigid remuneration structures, particularly if they are not based on clear evidence of effectiveness.“

Die Stellungnahmen der deutschen Investorenvertreter AGI und DWS sowie von BVI und DVFA, aber auch die britische Hermes führen zudem die im Sommer 2018 veröffentlichten Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung als möglichen und flexibleren Orientierungspunkt an („We believe that the ‘Guidelines for sustainable management board remuneration systems’ developed by representatives of issuers, investors, academia and other stakeholders could serve as a good reference document to encourage best practice approach among German companies, yet provide them with flexibility to design appropriate remuneration schemes with a high degree of transparency on individual target achievement“ (AGI).

Ein weiterer von deutschen Investoren bzw. ihren Verbänden genannter Kritikpunkt ist die alleinige Fokussierung auf den Aktienkurs und eine fehlende Berücksichtigung von Nachhaltigkeitszielen. So heißt es bei der DVFA: „Die Langfristvergütung sollte nicht nur auf dem Aktienkurs als einzigem Faktor basieren. Im Aktienkurs konkretisieren sich zahlreiche externe Faktoren, nicht nur die Ertragsentwicklung des Unternehmens.“ Und weiter: „Der Entwurf lässt auch eine stärkere Berücksichtigung von Nachhaltigkeit vermissen.“ Ähnlich formuliert der BVI: „Der Aktienkurs ist zudem nicht in allen Fällen der alleinige sinnvolle Anknüpfungspunkt für die erfolgsorientierte Vergütung.“

Auch Stimmrechtsberater äußern hier Skepsis. Glass Lewis macht sogar Bedenken gegen die aktienrechtliche Zulässigkeit des absoluten Kurses als „Bemessungsgrundlage“ im

Sinne des § 87 Abs. 1 AktG geltend, während IVOX die Diskrepanz zur Mehrzahl der Investoren-Richtlinien moniert und konstatiert: „Diese lehnen eine Langfristvergütung, die lediglich auf dem Aktienkurs basiert, explizit ab.“

IV. Fehlende Langfrist-Perspektive

Ein sich in zahlreichen nationalen und internationalen Stellungnahmen wiederholender Kritikpunkt bezieht sich auf die fehlende Langfristigkeit im Vergütungskonzept des DCGK-E. So wird dessen „1+4-Modell“, das eine einjährige Messung strategischer Ziele und sodann eine Auszahlung in vier Jahre lang gesperrten Aktien vorsieht, nicht als langfristig akzeptiert. Diese Haltung vertreten unter anderem LGIM, BVI, Fidelity, AGI, BlackRock, BMO, DWS, Glass Lewis, State Street und Vanguard.

So heißt es bei AGI: „We disagree that LTI grants should be based solely on the annual assessment of achieving strategic milestones“ und weiter: „An annual assessment of strategic milestones also creates the risk of short-term focus among executives“. BMO geht noch weiter: „Given the stated purpose of these grants to deliver on strategic objectives, we strongly believe that they should only pay out after pre-defined (and disclosed) performance targets are met at the end of the performance period of at least four years. We urge the Commission to stipulate that performance will be measured at the end of the performance period. We believe that this approach fundamentally differs from the proposed and better aligns management and investor interests.“

In eine ähnliche Richtung geht auch die Stellungnahme von State Street: „We believe that introducing annual performance targets under long-term incentives could have the unintended consequence of weakening the link between executive compensation, long-term strategy and value creation“.

V. Transparenz der Vorstandsvergütung

Neben den inhaltlichen Aspekten äußern viele Investoren ihre Erwartungen an die Transparenz im Ausweis der Vorstandsvergütung, da nur diese es ihnen als Adressaten erlaubt, sich ein Bild von der Angemessenheit und Ambitioniertheit des Vergütungssystems (Pay for Performance) zu machen, sowie eine Vergleichbarkeit zwischen den Unternehmen ermöglicht. Zum einen wird eine volle (ex post bzw. ex ante) Transparenz der Ziele und Zielerreichungen gefordert (so z.B. LGIM, BMO, DWS, Glass Lewis), zum anderen wird die geplante Abschaffung der Mustertabellen als Rückschritt gesehen (z.B. ECGS, BETTER FINANCE, DVFA, BVI, DWS, ICGS).

Mit Blick auf die Forderung nach Transparenz im Vergütungs-ausweis ist insbesondere Glass Lewis zu nennen. Der Stimm-

» Vor allem ein Festhalten an den auch aus internationaler Sicht bewährten Mustertabellen des DCGK wäre ein wichtiger Schritt zur Sicherstellung einer ausreichenden Transparenz der Vorstandsvergütung börsennotierter Unternehmen. «

rechtsberater stellt einen direkten Bezug zum ARUG II her und stellt fest: „We fail to see the benefits that may derive from the immediate elimination of the model tables included in the current version of the Kodex, as proposed in Principle 30. In recent years, the vast majority of German issuers have complied with this Kodex recommendation, providing interested stakeholders with a consistent and comparable view of remuneration at all companies. Moreover, while the appendix refers to Art. 162 of the Draft AktG, which should contain ‘comprehensive and detailed requirements for the remuneration report’, at this time, we do not find the provisions included in Art. 162 to be comparable to the level of detail provided by the model tables in the current version of the Kodex. We recognise, however, that maintaining a detailed recommendation on the format of tables that could ultimately conflict with legal requirements would be problematic. As such, we encourage the Regierungskommission to consider reintroducing the disclosure template provided by the current Kodex to ensure that they complement, rather than conflict with, the final requirements of the Draft AktG. Such a template could be particularly useful for defining the ideal format and level of detail of information provided above and beyond the minimum legal requirements.“

VI. Deutlicher Transparenzrückschritt

Bleibt es beim Entfall der Mustertabellen zum Ausweis der Vorstandsvergütung im Kodex, wird es zu einem massiven Transparenzverlust im Vergütungsausweis kommen, der nicht zuletzt auch auf entsprechende Regelungen der zweiten europäischen Aktionärsrechterichtlinie sowie ihrer nationalen Umsetzung im ARUG II zurückzuführen ist. So müssen ab kommendem Jahr alle börsennotierten Unternehmen in Deutschland erstmalig unter diesen neuen Vorschriften die Zustimmung ihrer Aktionäre zum System der Vorstandsvergütung einholen.

Seit vielen Jahren wurden in Deutschland die Publizitätsvorschriften zur Vorstandsvergütung ausgeweitet und detailliert. So finden sich heute die gesetzlichen Vorschriften im HGB. Dieses weist seit vielen Jahren – bekannt und kritisiert – wesentliche Transparenzlücken auf; unter anderem wird die betriebliche Altersversorgung nicht als Teil der Vergütung gesehen, gleiche ökonomische Sachverhalte in der Langfristvergütung werden zu unterschiedlichen Zeiten und mit unterschiedlichen Methoden veröffentlicht. Diese „Webfehler“ hat bisher der DCGK mit seinen Mustertabellen „geheilt“. Ohne die Mustertabellen des DCGK wären seit 2014 mehrere hundert Millionen Euro an Vorstandsvergütungen nicht gezeigt worden. Der detaillierteste und beste Transparenzstandard findet sich somit im derzeitigen DCGK – also in einer Selbstregulierung der Wirtschaft.

Durch das ARUG II werden nun die lückenhaften Transparenzbestimmungen des HGB unverändert in das Aktiengesetz transferiert. Eine gute Darstellung der Mängel der aktuellen Rechtslage kann der Stellungnahme des Deutschen Rechnungslegungs Standards Committee e.V. (DRSC) zum ARUG II entnommen werden. Gleichzeitig entfallen

durch die Verschiebung vom HGB in das AktG wichtige Auslegungsvorschriften für den Vergütungsausweis im Deutschen Rechnungslegungs Standard Nr. 17.

Darüber hinaus sollen nun also auch im DCGK-E die Empfehlungen zur Vergütungstransparenz ersatzlos gestrichen werden. Dabei wird darauf verwiesen, dass eine europäische Expertengruppe Empfehlungen für Transparenzbestimmungen erarbeitet. Diese liegen im Entwurf seit 01.03. 2019 vor; sie sind aber unverbindlich und sowohl handwerklich als auch inhaltlich mit erheblichen Mängeln behaftet.

Im Ergebnis droht ein deutlicher Rückschritt für die Transparenz der Vorstandsvergütung – mit Wirkung bereits für das Geschäftsjahr 2019. Daher besteht dringender Handlungsbedarf im Rahmen der weiteren Beratungen zum ARUG II. Vor allem ein Festhalten an den auch aus internationaler Sicht bewährten Mustertabellen des DCGK wäre dabei ein wichtiger Schritt zur Sicherstellung einer ausreichenden Transparenz der Vorstandsvergütung börsennotierter Unternehmen.

VII. Zusammenfassung

Die Auswertung der Stellungnahmen zum DCGK-E macht deutlich, dass sich die Vertreter des Kapitalmarkts überwiegend kritisch bis ablehnend vor allem zum „One-size-fits-all“-Ansatz für die Vorstandsvergütung und hier wiederum insbesondere zu den Vorschlägen für die langfristige variable Vorstandsvergütung äußern. Bei einem Festhalten an den bisherigen Vorschlägen würde daher eine weitere Verschärfung des Spannungsverhältnisses zwischen dem Kodex einerseits und den Voting Guidelines der Investoren und Stimmrechtsberater andererseits drohen.

Auch der Verlust an Transparenz infolge des Verzichts auf die Tabellen zur Darstellung der gewährten und zugeflossenen Vergütung wird überwiegend kritisch gesehen. Hier sind die Kodex-Kommission, aber mit Blick auf ARUG II auch der Gesetzgeber gefordert, weiterhin ein angemessenes Niveau bei der Offenlegung der Vorstandsvergütung sicherzustellen.

Die Regierungskommission DCGK hat eine umfassende Bearbeitung ihres Kodex-Entwurfs in Aussicht gestellt und erkennen lassen, dass sie die Kritik an ihrem Konzept zur Vorstandsvergütung bei der Verabschiedung der finalen Fassung des Kodex berücksichtigen wird. Dies ist zu begrüßen. Die Vergütung von Vorständen wird in der – medialen – Öffentlichkeit regelmäßig kritisch diskutiert und stellt ein gesellschaftspolitisch sensibles Thema dar. Um Entwicklungen in der Vorstandsvergütung faktenbasiert diskutieren zu können, ist eine umfassende Transparenz der Entscheidungen des Aufsichtsrats in Vergütungsfragen für die Aktionäre, aber auch für die Öffentlichkeit eine Grundvoraussetzung. ■

Autoren:

Regine Siepmann ist Partner, Dr. Jan Dörrwächter Senior Partner und Michael H. Kramarsch Managing Partner der Unternehmensberatung hkp/// group.