

Aktuelle Entwicklungen bei der Vergütung von Vorständen in DAX-Unternehmen



Markus Eigruber, Klaus Haider, Thomas Pfeiffer und Christian Schmid



Zusammenfassung: Dieser Beitrag beschreibt aktuelle Entwicklungen bei der Vorstandsvergütung deutscher DAX-Unternehmen. Insbesondere wird der Stand der Implementierung nachhaltiger ESG-Vergütungskomponenten, Malus- und Clawback-Regelungen sowie die Ausgestaltung von Say-on-Pay und relativer Performancemessung diskutiert. Zu diesem Zweck werden die Vergütungsberichte der DAX-Unternehmen für die Geschäftsjahre 2020 bis 2023 untersucht. Die Ergebnisse zeigen, dass ESG-Performancemaße meist in der kurz- und langfristigen variablen Vergütung eingesetzt werden und alle Dimensionen von ESG abgedeckt werden. Als konkrete ESG-Ziele werden besonders häufig die Reduktion von Treibhausgasemissionen und Maßnahmen zur Diversität und Inklusion genannt. Clawback-Regelungen sind mittlerweile Teil der Vorstandsvergütung aller DAX-Unternehmen und nur in Ausnahmefällen werden Vergütungssysteme oder Vergütungsberichte durch Aktionäre abgelehnt. Eine relative Performancemessung findet nur im Rahmen langfristiger Vergütungskomponenten Verwendung und wird fast ausnahmslos bezüglich aktienkursbasierter Performancemaße durchgeführt.



Stichwörter: Vorstandsvergütung, ESG-Vergütungskomponenten, Malus- und Clawback-Regelungen, Say-on-Pay, Relative Performancemessung, Vergütungsberichte

Executive compensation in DAX companies: Current trends and developments

Summary: This article provides insights into current trends and developments in executive compensation at German DAX companies. We discuss the implementation of sustainable ESG remuneration

components, malus and clawback provisions, say-on-pay, and relative performance measurement. For this purpose, we examine compensation reports of DAX companies for the fiscal years 2020 to 2023. The results show that ESG performance measures are mostly used in both short-term and long-term variable compensation and that they cover all dimensions of ESG. ESG goals that are frequently mentioned include the reduction of greenhouse gas emissions and measures for diversity and inclusion. Clawback provisions are now part of the executive compensation in all DAX companies, and only in exceptional cases do shareholders reject the compensation system or compensation report. Relative

performance evaluation is only used in the context of long-term incentives and is based on stock price-based performance measures.

Keywords: Executive Compensation, ESG Compensation Components, Malus and Clawback Provisions, Say-on-Pay, Relative Performance Evaluation, Compensation Reports

1. Einleitung

Die Vergütung von Vorständen spielt eine zentrale Rolle in der Unternehmensführung. Sie dient dazu, die Ziele des Unternehmens mit den persönlichen Interessen von Vorständen zu verknüpfen, um Prinzipal-Agenten-Konflikte aufgrund unterschiedlicher Zielvorstellungen und auftretender Informationsasymmetrien zu reduzieren (Jensen & Meckling, 1976; Holmström, 1979; Pfaff, 2004). Theoretische Analysen der Agency-Theorie haben hierbei die zentrale Rolle von Performancemaßen (Banker & Datar, 1989; Holmström & Milgrom, 1991; Feltham & Xie, 1994), Vergütungsstruktur (Holmström, 1979; Hemmer, Kim & Verrecchia, 1999), relativer Performancemessung (Holmström, 1982) sowie von Say-on-Pay Regelungen (Ferri & Göx, 2018) aufgezeigt.

Im vorliegenden Beitrag werden selektiv ausgewählte Aspekte der Vorstandsvergütung untersucht, welche gegenwärtig diskutiert werden, um Agency-Konflikte abzumildern und nachhaltig (Unternehmens-)Wert für Stakeholder zu schaffen: Die Implementierung von Performancezielen aus den Bereichen Umwelt, Soziales und Governance (Environmental, Social, Governance, abgekürzt ESG), Malus- und Clawback-Regelungen, das Mitspracherecht der Aktionäre bei der Vergütungspolitik (Say-on-Pay) und Relative Performancemessung. Die untersuchten Teilaspekte der Vergütung werden gewählt, da sie aktuelle Praktiken und Trends in der modernen Corporate Governance widerspiegeln, die zur Minderung von Agency-Konflikten zwischen Vorständen und Stakeholder-Gruppen relevant sind. Diese Auswahl betont zudem die Perspektive unterschiedlicher Stakeholder, speziell in Bezug auf Nachhaltigkeit und Transparenz.

In der vorliegenden Arbeit werden hierzu die Vergütungsberichte der DAX 40-Unternehmen aus den Geschäftsjahren 2020 bis 2023 untersucht.¹ Ein großer Themenkomplex ist hierbei die Ausgestaltung von Vergütungssystemen, um langfristige und nachhaltige Unternehmensziele zu fördern. Moderne Vergütungssysteme beinhalten daher zunehmend Elemente, die an ESG-Kriterien gebunden sind. Der Beitrag zeigt, wie Unternehmen diese ESG-Kriterien bei der kurz- und langfristigen Anreizgestaltung nutzen, welche Dimensionen sie abbilden, und welche Performancemaße hierbei zur Anwendung kommen.

Ein weiterer Trend besteht in der Stärkung von Malus- und Clawback-Regelungen, welche Vorstände bei Fehlverhalten zur Verantwortung ziehen. Diese Instrumente fördern nachhaltige Unternehmensführung und dienen der Risikosteuerung. Ein verbundenes Instrument dazu ist das Konzept des Say-on-Pay, welches Aktionären Rechte bei der Abstimmung über Vergütungssysteme gibt. Dieses Instrument wurde zur Stärkung von Aktionärsrechten und Förderung der Rechenschaftspflicht von Vorständen eingeführt. Der Beitrag

1 Im September 2021 wurde der DAX von 30 auf 40 Unternehmen erweitert. Bei der Analyse wurden für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 alle DAX 40-Unternehmen zum Stichtag 31.12. des Geschäftsjahres berücksichtigt. Zur besseren Vergleichbarkeit wurden im Geschäftsjahr 2020 ebenfalls 40 Unternehmen untersucht. Dazu wurden für das Geschäftsjahr 2020 alle Unternehmen berücksichtigt, die mit 20.09.2021 im DAX 40 gelistet waren.

zeigt, inwiefern Aktionäre dieses Instrument nutzen, indem sie Vergütungssystem und -bericht nicht zustimmen.

Ein weiterer zentraler Bestandteil von Vergütungssystemen stellt das Konzept der relativen Performancemessung dar (Relative Performance Evaluation, abgekürzt RPE). Bei diesem Ansatz wird die Performance von Vorständen relativ zu einer Vergleichsgruppe von Unternehmen (peer group) gemessen. Dies erhöht den Performancedruck auf Vorstände, sich gegenüber ihren Mitbewerbern zu verbessern. Auch ermöglicht dieses Konzept eine präzisere Performancemessung, indem gemeinsame Konjunktur- und Zufallseinflüsse herausgerechnet werden können, sodass hohe Entlohnungen auf Basis glücklicher Umstände (pay-for-luck) reduziert werden können. Der Beitrag zeigt, inwiefern relative Performancemessung bei der lang- oder kurzfristigen Anreizsetzung von Unternehmen eine Rolle spielt, welche Performancemaße verwendet werden und welche Vergleichsunternehmen ausgewählt werden.

Der vorliegende Artikel ist wie folgt organisiert. Abschnitt 2 beschäftigt sich mit der Einbindung von ESG-Zielen bei der Vorstandsvergütung. Abschnitt 3 behandelt Malus- und Clawback-Regelungen in der Vorstandsvergütung. Abschnitt 4 beleuchtet die Auswirkungen von Say-on-Pay Regelungen. Abschnitt 5 zeigt, ob und wie das Konzept der relativen Performancemessung bei deutschen Unternehmen umgesetzt wird. Abschnitt 6 beschließt den Beitrag.

2. Umwelt, Soziales und Governance (ESG)

Die Verwendung von Performancemaßen aus den Bereichen Umwelt, Soziales und Governance im Rahmen der Vorstandsvergütung nimmt international über die letzten Jahre zu (Cohen et al., 2023). Dieser Trend ist auch bei den DAX-Unternehmen zu beobachten. Während im Geschäftsjahr 2020 noch bei 12 von 40 Unternehmen (30 %) kein einziges ESG-Ziel in der Vorstandsvergütung aufscheint, ist dies im Geschäftsjahr 2023 bei keinem Unternehmen mehr der Fall. Damit ist das Thema ESG vollständig im deutschen Leitindex angekommen.

Dieser Trend hin zu ESG-Zielen in der Vorstandsvergütung ist dabei von mehreren Seiten getrieben. Durch den europäischen Grünen Deal und Richtlinien zur Nachhaltigkeits-Berichterstattung, wie zum Beispiel der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), wird Druck von Seiten der Gesetzgeber ausgeübt und das Messen von Nachhaltigkeits-Metriken zur Pflicht (Hummel & Pfaff, 2021). Die daraus resultierende höhere Datenverfügbarkeit erleichtert die Verwendung von ESG-Kriterien zur Unternehmenssteuerung und Anreizsetzung. Auch die OECD betont den Zusammenhang zwischen Vergütung, Erfolg, Nachhaltigkeit und Resilienz eines Unternehmens (OECD, 2024).

Außerdem wird durch das zunehmende Interesse von Konsumenten und Investoren am Thema ESG Druck am Kapital- und Produktmarkt auf Unternehmen ausgeübt. Grundsätzlich schlagen sich die ESG-Präferenzen von Konsumenten und Investoren durch deren Kauf- und Investitionsentscheidungen auch in finanziellen Performancemaßen und dem Aktienkurs nieder (Friedman & Heinle, 2016). Insbesondere der Aktienkurs spiegelt auch die langfristigen Konsequenzen nachhaltiger Maßnahmen für das Unternehmen wider (Edmans, 2023). So stellt sich die Frage, ob ESG-Ziele in der Vorstandsvergütung überhaupt notwendig sind, um das Verfolgen der Interessen von Konsumenten und Investoren zu incentivieren. Aktuelle Forschung im Bereich der Prinzipal-Agenten-Theorie zeigt jedoch, dass die Verwendung von ESG-Performancemaßen bei heterogenen ESG-Präferenzen hilf-

reich sein kann, um Interessenskonflikte zwischen Aktionären und dem Vorstand aufzulösen (Bonham & Riggs-Cragun, 2024; Chaigneau & Sahuguet, 2024).

2.1 Langfristige und kurzfristige ESG-Vergütung

Der Arbeitskreis zu Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung (2021) empfiehlt die Integration von ESG-Zielen in die Vorstandsvergütung vorrangig in langfristige Vergütungskomponenten. Damit soll gewährleistet werden, dass ESG nachhaltig bei der Unternehmensführung berücksichtigt wird. Abbildung 1 zeigt, dass 11 von 40 Unternehmen (27,5 %) dieser Empfehlung im Geschäftsjahr 2023 nicht nachkommen und ESG-Ziele ausschließlich in den kurzfristigen Vergütungsbestandteil integrieren. Mehr als die Hälfte der Unternehmen verwenden ESG-Performancemaße sowohl im Rahmen der kurzfristigen als auch der langfristigen Vergütung, wohingegen nur 6 Unternehmen (15 %) ESG ausschließlich in die langfristige Komponente integrieren. Die Abbildung zeigt außerdem, dass der Trend seit dem Jahr 2020 eindeutig in Richtung der parallelen Integration von ESG-Zielen in die kurzfristige und die langfristige Vorstandsvergütung geht.

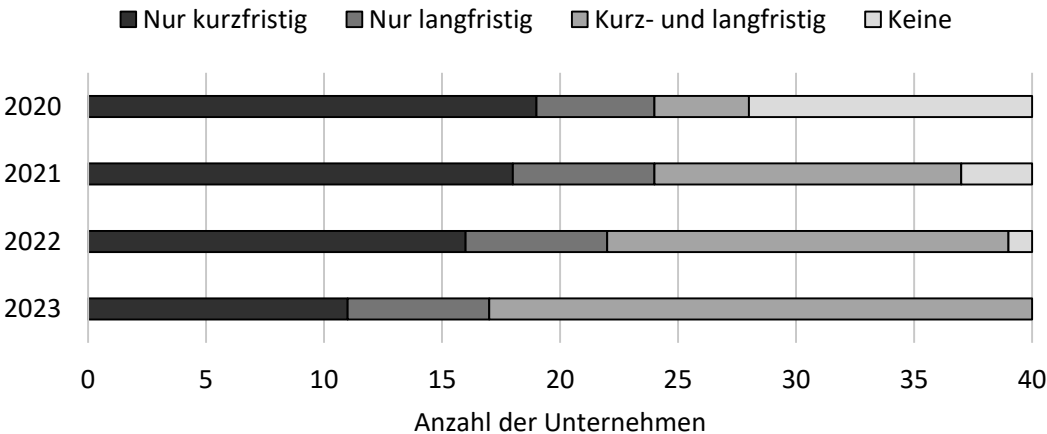


Abbildung 1: Verwendung von ESG-Performancemaßen in der kurz- und langfristigen variablen Vergütung von Vorständen. Grundgesamtheit pro Jahr: 40 Unternehmen

Bei der Analyse der Verteilung auf die drei Dimensionen Umwelt (E), Soziales (S) und Governance (G) zeigt Tabelle 1, dass die Anzahl der Unternehmen, welche im Geschäftsjahr 2023 mindestens ein Ziel aus der jeweiligen Dimension zur kurzfristigen Vergütung verwenden, relativ ausgeglichen ist. In der langfristigen Vergütung hingegen, dominiert eindeutig die Dimension Umwelt mit 27 von 40 Unternehmen (67,5 %), welche mindestens ein Ziel aus dieser Dimension integrieren. Die Dimension Governance fand sich im Gegensatz dazu nur in vier Unternehmen (10 %) in der langfristigen Vergütung wieder und ist damit im Vergleich zur kurzfristigen Vergütung stark unterrepräsentiert. Dies ist darauf zurückzuführen, dass typische Ziele aus dem Bereich Governance, wie zum Beispiel Compliance oder Reporting, oft anlassbezogen und daher kurzfristig relevant sind.

Jahr		2020	2021	2022	2023
E	kurzfristig	6 (15 %)	20 (50 %)	21 (52,5 %)	22 (55 %)
	langfristig	5 (12,5 %)	18 (45 %)	22 (55 %)	27 (67,5 %)
S	kurzfristig	14 (35 %)	23 (57,5 %)	25 (62,5 %)	23 (57,5 %)
	langfristig	5 (12,5 %)	14 (35 %)	15 (37,5 %)	19 (47,5 %)
G	kurzfristig	8 (20 %)	17 (42,5 %)	21 (52,5 %)	20 (50 %)
	langfristig	2 (5 %)	3 (7,5 %)	4 (10 %)	4 (10 %)

Tabelle 1: Anzahl (Anteil) der DAX-Unternehmen, die mindestens ein ESG-Performancemaßen in der Vorstandsvergütung verwenden, aufgeteilt nach ESG-Dimension. Grundgesamtheit pro Jahr: 40 Unternehmen

2.2 Verknüpfung finanzieller Performancemaße mit ESG-Performancemaßen

Bei der Analyse der Vorstandsvergütungen der DAX-Unternehmen ist auffällig, dass im Wesentlichen zwei verschiedene strukturelle Ansätze verfolgt werden. Abbildung 2 zeigt, dass 18 von 40 Unternehmen (45 %) ESG in Form eines Multiplikators in die Vorstandsvergütung integrieren. Dabei werden ESG-Performancemaße und finanzielle Kennzahlen multiplikativ miteinander verknüpft, weshalb die Zielerreichung der ESG-Ziele Vergütungsbestandteile, welche auf traditionellen Performancemaßen basieren, erhöht oder verringert. Solch ein multiplikativer Ansatz findet sich insbesondere in der kurzfristigen variablen Vergütung wieder. Im Gegensatz dazu haben 22 Unternehmen (55 %) ESG-Ziele im Geschäftsjahr 2023 rein additiv, das heißt unabhängig von finanziellen Performancemaßen in die Vorstandsvergütung eingebunden.

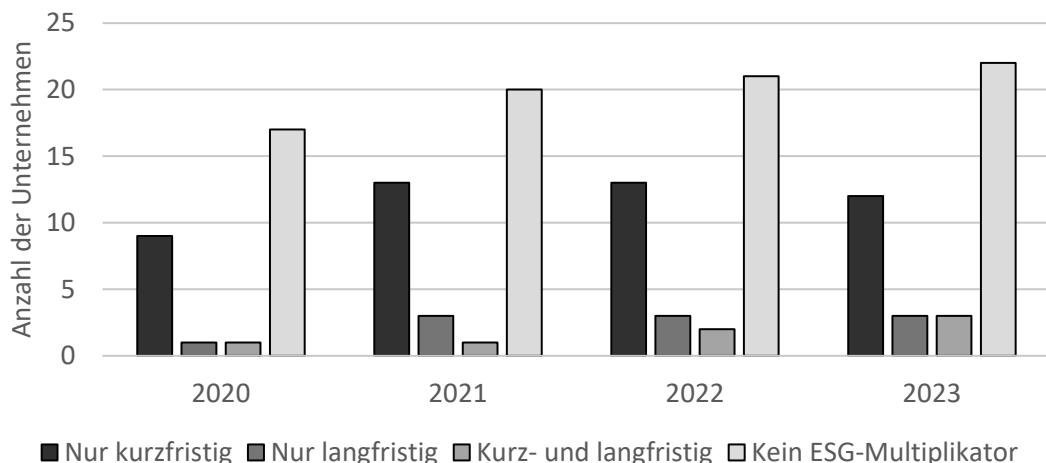


Abbildung 2: Verwendung einer multiplikativen Verknüpfung zwischen finanziellen und ESG-Performancemaßen (ESG-Multiplikator) in der Vorstandsvergütung. Grundgesamtheit pro Jahr: 40 Unternehmen

Die multiplikative Verknüpfung von traditionellen und ESG-Performancemaßen in der Vergütung führt dazu, dass sich das Erreichen der ESG-Ziele mehr lohnt, wenn auch die typischerweise finanziellen nicht-ESG-Ziele erreicht werden. Das bedeutet, der Vorstand wird durch beide Arten von Performancemaßen incentiviert. Im Umkehrschluss bedeutet dies jedoch auch, dass ESG-Ziele an Relevanz für den Vorstand verlieren, wenn ein gutes Abschneiden bei nicht-ESG-Zielen schwierig ist. Dies birgt insbesondere im Rahmen kurzfristiger Vergütungsbestandteile das Risiko eines Big Baths in Bezug auf ESG-Ziele. Die Unternehmensführung könnte ohne schwerwiegende Konsequenzen betreffend ihre Vergütung bewusst in Kauf nehmen, die ESG-Ziele nicht zu erfüllen, um sich damit einen Vorteil für das darauffolgende Geschäftsjahr zu erarbeiten oder die Benchmark für zukünftige Ziele niedrig zu halten.

2.3 Performancemaße im Überblick

Im Geschäftsjahr 2023 decken 18 von 40 Unternehmen (45 %) alle drei ESG-Dimensionen explizit in der kurzfristigen oder langfristigen Vorstandsvergütung ab, wie in Abbildung 3 dargestellt. Dies entspricht einem starken Wachstum im Vergleich zum Geschäftsjahr 2020, wo dies nur bei 4 Unternehmen (10 %) der Fall ist. Im Geschäftsjahr 2023 decken 7 Unternehmen (17,5 %) nur eine der drei Dimensionen ab. Es handelt sich dabei mit Ausnahme eines Unternehmens um die Dimension Umwelt.

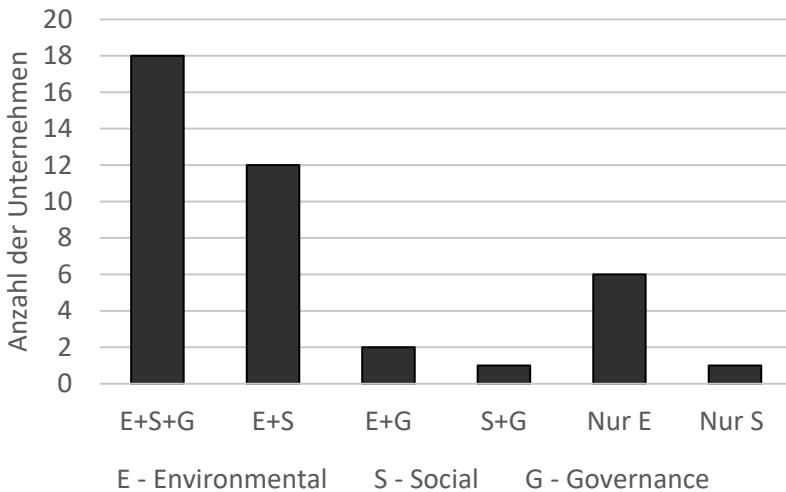


Abbildung 3: Abdeckung der Dimensionen Environmental, Social und Governance durch Performancemaße in der Vorstandsvergütung. Grundgesamtheit: 40 Unternehmen

Tabelle 2 zeigt die von Unternehmen verwendeten ESG-Ziele für die Vorstandsvergütung und kategorisiert diese in Anlehnung an Cohen et al. (2023). Dabei zeigt sich, dass Zielsetzungen im Zusammenhang mit der Reduktion von Treibhausgasemissionen im Geschäftsjahr 2023 eindeutig am weitesten verbreitet sind und sich im Vergütungssystem von 35 der 40 DAX-Unternehmen wiederfinden. Dies ist aufgrund der gesellschaftlichen Relevanz, internationaler Klimaziele und Reporting-Vorschriften nicht verwunderlich. Am

zweithäufigsten aus der Dimension Umwelt, jedoch mit deutlichem Abstand, werden Ziele aus dem Bereich nachhaltige Produkte, Materialien und Verpackungen verwendet.

Aus der Dimension Soziales finden am häufigsten Ziele aus dem Bereich Diversität und Inklusion, wobei besonders häufig der Anteil weiblicher Mitarbeiter und Führungskräfte genannt wird, und Ziele aus dem Bereich Mitarbeiterzufriedenheit und -entwicklung Verwendung. Soziale Ziele außerhalb des Unternehmens und der Supply-Chain sind nur bei einem einzigen Unternehmen Teil der Vorstandsvergütung. Die Dimension Governance ist vor allem in Form von Zielen aus dem Bereich Compliance in das Vergütungssystem für Vorstände integriert. Außerdem finden sich in 15 Unternehmen (37,5 %) relativ unspezifische Ziele, wie zum Beispiel „nachhaltiges Engagement“ bei Continental, die „Fortentwicklung der Nachhaltigkeitsstrategie und Nachhaltigkeitsziele“ bei Henkel und die „Konzipierung und Einleitung der Umsetzung der nächsten Stufe des Nachhaltigkeitsprogramms“ bei Siemens Healthineers. Diese Ziele werden in der Kategorie ESG-Allgemein zusammengefasst.

Jahr		2020	2021	2022	2023
E	Treibhausgasemissionen	7	23	29	35
	Nachhaltige Produkte, Materialien und Verpackungen	1	15	14	12
	Energieverbrauch und erneuerbare Energien	0	6	7	7
	Andere Umweltziele	4	9	8	5
S	Sicherheit	5	8	10	11
	Diversität und Inklusion	8	19	23	21
	Mitarbeiterzufriedenheit und Entwicklung	9	15	16	19
	Soziales außerhalb des Unternehmens	0	2	3	1
G	Compliance	5	12	15	17
	Unternehmenskultur	3	3	4	5
	Governance	4	9	7	5
	Transparenz und Berichterstattung	2	4	8	8
	Risiko	0	0	2	5
	ESG-Allgemein	16	16	13	15
	ESG-Ratings	1	2	5	5

Tabelle 2: Anzahl ausgewählter ESG-Ziele in Vergütungsberichten der DAX-Unternehmen

Zu kritisieren ist, dass sich die von den Unternehmen verwendeten ESG-Ziele hauptsächlich auf das jeweilige Unternehmen und dessen Mitarbeiter und Produkte beschränken. Dadurch lässt die Zielerreichung nur bedingt auf Fortschritte in der jeweiligen Nachhaltigkeitsdimension schließen, weil unklar ist, wie sich die Verbesserungen eines Unternehmens auf die Industrie, den Markt und Konkurrenten auswirken (Edmans, 2023). So besteht zum Beispiel das Risiko, dass Emissionsreduktionen durch Auslagerungen erzielt wurden, sogenanntes Carbon Leakage, oder dass der Fokus auf nachhaltige Produkte dazu führt, dass der Absatz weniger nachhaltiger Produkte von Konkurrenzunternehmen ansteigt.

Mithilfe unternehmensspezifischer Metriken kann somit nur in seltenen Fällen darauf geschlossen werden, ob die Veränderungen in den Metriken global betrachtet zu Verbesserungen, Verschiebungen oder, im ungünstigsten Fall, sogar zu Verschlechterungen führen. Beikommen ließe sich dem Problem durch das Verwenden externer Metriken, welche die gesamte Industrie und den Produktmarkt miteinbeziehen.

Die Daten zeigen jedoch, dass nur fünf Unternehmen (12,5 %) im Geschäftsjahr 2023 auf externe ESG-Ratings für die Vorstandsvergütung zurückgreifen. Es ist allerdings zu erwarten, dass in Zukunft Unternehmen vermehrt ESG-Ratings verwenden, um ihre ESG-Performance mit anderen Unternehmen zu vergleichen. Diesen Trend zur relativen Performancemessung sieht man bereits jetzt bei der Offenlegung von Treibhausgasemissionen (Tomar, 2023).

3. Malus- und Clawback-Regelungen in der Vorstandsvergütung

3.1 Verhaltenssteuerung und Anreizwirkung von Malus- und Clawback-Regelungen

Ein weiterer klarer Trend in der Vorstandsvergütung von DAX-Unternehmen stellt die Inkludierung von Malus- und Clawback-Regelungen in Vergütungsverträgen dar. Eine Malus-Regelung sieht vor, nicht ausgezahlte, aber bereits zugesprochene Teile der variablen Vergütung im Falle von Compliance-Verstößen einzubehalten. Im Gegensatz dazu erlaubt eine Clawback-Regelung (auch Rückforderungsvereinbarung), bereits ausgezahlte variable Vergütungen vom Vorstandsmitglied zurückzufordern. Dies ist der Fall, wenn sich nachträglich herausstellt, dass die Auszahlung dieser Vergütungen auf falschen Angaben, grobem Fehlverhalten oder erheblichen Verstößen gegen interne Richtlinien basierte.

Durch Malus- und Clawback-Regelungen soll etwa Bilanzmanipulation reduziert werden sowie die Berichtsqualität steigen. Als Anreizmechanismus sollen außerdem Verhaltensweisen, die zum Auslösen einer Clawback-Regelung führen, von vornherein verhindert werden. Empirische Studien zeigen, dass Investoren und Analysten Finanzberichte nach der Einführung von Clawback-Regelungen als qualitativ hochwertiger beurteilen (Chan et al., 2012; Dehaan et al., 2013). Darüber hinaus führen Clawback-Regelungen zu einer Reduktion von risikobehafteten Investitionen (Biddle et al., 2024). Verringeres Unternehmensrisiko muss allerdings nicht vorteilhaft für den Unternehmenswert sein. So zeigen etwa Firk et al. (2020), dass US-Unternehmen nach Einführung einer Clawback-Regelung ihr strategisches Repertoire in Form von Joint Ventures, Akquisitionen und Produktinnovationen verringern und so den Unternehmenswert reduzieren. Die OECD (2015) sieht Malus- und Clawback-Regelungen in der Vorstandsvergütung allerdings als empfehlenswerte Praxis um langfristige Interessen von Aktionären zu schützen.

3.2 Malus- und Clawback-Regelungen bei DAX-Unternehmen

In den Geschäftsjahren 2022 und 2023 haben alle im DAX gelisteten Unternehmen Clawback-Regelungen in ihre Vorstandsvergütung integriert, wie in Tabelle 3 dargestellt. Diese Regelungen dienen nicht nur der Verhaltenssteuerung des Vorstands, sondern haben oft auch einen regulatorischen Hintergrund. Sowohl der Deutsche Corporate Governance Kodex als auch ARUG II (Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie) empfehlen die Verwendung von Clawback-Regelungen in der Vorstandsvergütung. Verpflichtend sind Clawback-Regelungen in der Vorstandsvergütung gemäß der US-Börsenaufsicht (U.S. Securities and Exchange Commission) und der New York Stock Exchange für Unter-

nehmen, deren Wertpapiere in den USA notiert sind, einschließlich privater ausländischer Emittenten wie etwa SAP.

Jahr	2020	2021	2022	2023
Malus	70 %	87,5 %	95 %	95 %
Clawback	72,5 %	92,5 %	100 %	100 %

Tabelle 3: Anteil der DAX-Unternehmen mit Malus- und Clawback-Regelungen in der Vorstandsvergütung. Grundgesamtheit pro Jahr: 40 Unternehmen

4. Say-on-Pay

4.1 Mitbestimmung von Aktionären bei der Vorstandsvergütung

Say-on-Pay bezeichnet das Recht von Aktionären eines Unternehmens, über die Vergütung des Vorstandes abzustimmen. Dadurch soll die Kommunikation zwischen Vorständen und Aktionären verstärkt werden und letztlich die Vergütungspraxis im Interesse von Eigentümern ausgerichtet werden.

Einen weitreichenden Überblick über theoretische und empirische Forschung zum Thema Say-on-Pay geben Ferri & Göx (2018). Darin wird modelltheoretisch gezeigt, dass die Implementierung von Say-on-Pay nur zur Erhöhung des Unternehmenswertes führt, wenn Aktionäre bei ihrer Abstimmung über alle relevanten Informationen verfügen. Ist dies nicht der Fall, kann Say-on-Pay auch zur Reduktion des Unternehmenswertes führen. Empirische Studien zeigen, dass die Auswirkungen von Say-on-Pay auf den Unternehmenswert und die Vergütungspraktiken generell gering sind. So ändert sich etwa die Höhe der CEO-Vergütung nach der Einführung von Say-on-Pay in der Regel nicht. Allerdings zeigen empirische Arbeiten, dass Say-on-Pay zu einem höheren Anteil von performancebasierter Vergütung in der Gesamtvergütung führt (Powell & Rapp, 2015; Correa & Lel, 2016).

4.2 Say-on-Pay bei DAX-Unternehmen

Bei der Umsetzung der EU-Richtlinie 2017 (2017/828) haben die Nationalstaaten einige Freiheiten, wie Say-on-Pay implementiert werden soll. In Deutschland gibt es seit 2020 zwei Formen des Say-on-Pay, geregelt in ARUG II. Über ein neues Vergütungssystem oder bei größeren Veränderungen (aber mindestens alle vier Jahre) muss auf der Hauptversammlung vor der Umsetzung abgestimmt werden. Zusätzlich muss jährlich über den Vergütungsbericht abgestimmt werden. Obwohl beide Abstimmungen nicht bindend sind, haben Vorstand und Aufsichtsrat einen Anreiz zur Adaptierung des Vergütungssystems bei geringer Zustimmung, etwa weil die Chance auf Wiederwahl ohne Reaktion auf negative Abstimmungen verringert wird (Ferri & Göx, 2018).

Die Vorgabe des ARUG II zur Abstimmung über das Vergütungssystem des Vorstandes war erstmals 2021 bindend. In diesem Jahr haben besonders viele der DAX-Unternehmen eine Abstimmung über das Vergütungssystem durchgeführt (32 von 40) und im Durchschnitt eine Zustimmung von 89,2 % erhalten. Abbildung 4(a) zeigt, dass die Zustimmung bei den Abstimmungen über das Vergütungssystem generell hoch ist. Die etwas niedrigeren Werte von 2021 und 2024 wurden wesentlich durch Ausreißer nach unten getrieben (2021: Deutsche Telekom 72,7 %, HelloFresh 45,6 %; 2024: MTU Aero Engines 56,5 %,

Vonovia 40,4 %). In lediglich zwei Fällen kam es zu einer Ablehnung des Vergütungssystems.

Abstimmungen über Vergütungsberichte wurden bei DAX-Unternehmen erstmalig mit der Implementierung von ARUG II auf den Hauptversammlungen im Jahr 2022 durchgeführt. Abbildung 4(b) zeigt die Zustimmung zum Vergütungsbericht, die durchwegs hoch ausfällt. Ein einziges Mal (2022: Bayer 24,1 %) wurde der Vergütungsbericht durch die Hauptversammlung nicht gebilligt.

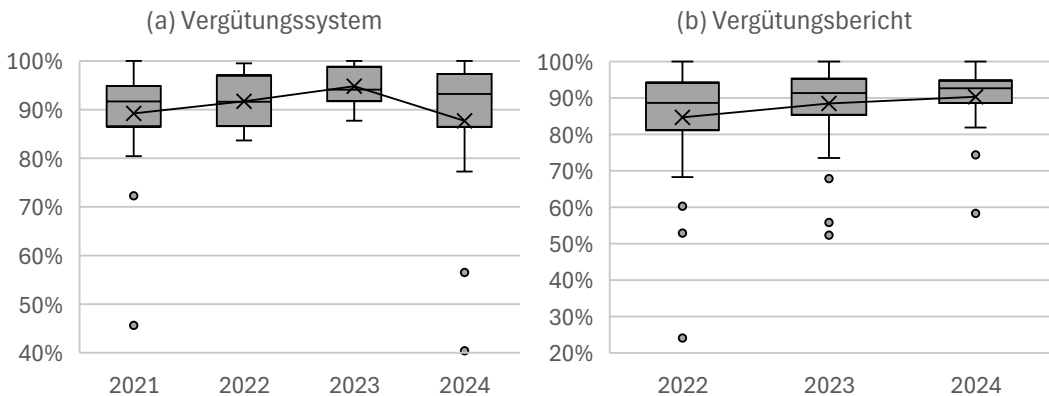


Abbildung 4: Boxplot über die (a) Zustimmung zu Vergütungssystemen in DAX-Unternehmen bei den Hauptversammlungen 2021 bis 2024 und (b) Abstimmungsergebnisse zur Billigung des Vergütungsberichts ab der Einführung 2022 bis 2024. Über das Vergütungssystem wurde 2021 bei 32 Unternehmen abgestimmt (2022: 6, 2023: 11, 2024: 15). Eine Abstimmung zur Billigung des Vergütungsberichts erfolgt 2022 bei 38 Unternehmen (2023: 40, 2024: 40).

4.3 Say-on-Climate

Durch die Verknüpfung von Vorstandsvergütung mit dem Erreichen von ESG-Zielen, wie in Abschnitt 2 ausgeführt, ist nicht auszuschließen, dass in Zukunft, neben Say-on-Pay, auch die Mitbestimmung von Aktionären beim Thema Nachhaltigkeit, dem sogenannten Say-on-Climate, für die Vorstandsvergütung relevant wird. Entscheidungen der Eigentümer hätten so Einfluss auf Handlungsspielräume von Vorständen und somit auf deren Entlohnung.

In der Hauptversammlung 2024 ließ der im MDAX gelistete Anlagenbauer GEA als erstes Unternehmen der DAX-Indexfamilie Aktionäre über den Klimaplan des Unternehmens – mit großer Zustimmung – entscheiden (Krohn, 2024). Die DAX 40-Unternehmen zeigen sich bislang zurückhaltender in der Umsetzung von Say-on-Climate. Nur bei wenigen Hauptversammlungen kam es in der Vergangenheit zu Abstimmungen in diesem Bereich, wenn Aktionäre Anträge zum Thema Nachhaltigkeit eingebracht hatten. Etwa gab es 2022 bei RWE einen zur Abstimmung gebrachten Antrag zur Abtrennung der Braunkohleaktivitäten, der bei der Hauptversammlung klar abgelehnt wurde. Allerdings fällt auf, dass einige DAX-Unternehmen 2024 erstmals über den Prüfer des Nachhaltigkeitsberichts abstimmen ließen. Obwohl zum Zeitpunkt der Hauptversammlung keine gesetzliche Pflicht bestand, haben 9 der 40 DAX-Unternehmen (22,5 %) vorsorglich über einen Prüfer der

Nachhaltigkeitsberichterstattung abgestimmt. Dies erfolgte für den Fall, dass der deutsche Gesetzgeber in Zukunft eine Wahl des Prüfers durch die Hauptversammlung verlangt, die nicht von der üblichen Wahl des Abschlussprüfers abgedeckt ist.

5. Relative Performance Messung (RPE)

Um genauere Informationen über die Leistung von Vorständen zu erhalten, wird oftmals vorgeschlagen, die Unternehmensperformance in Relation zu Vergleichsunternehmen (peer group) zu messen. Dadurch können Verzerrungen durch externe Umwelteinflüsse reduziert werden, welche alle Unternehmen der Vergleichsgruppe betreffen (Holmström, 1979). Hohe Entlohnungen aufgrund glücklicher äußerer Umstände oder Marktbedingungen (pay-for-luck) werden damit reduziert (Bertrand & Mullainathan, 2001). Ein anderer wichtiger Aspekt dabei ist, dass der Wettbewerbsdruck auf den Vorstand erhöht wird (Feichter et al., 2022).

5.1 Relative Performance Messung bei DAX-Unternehmen

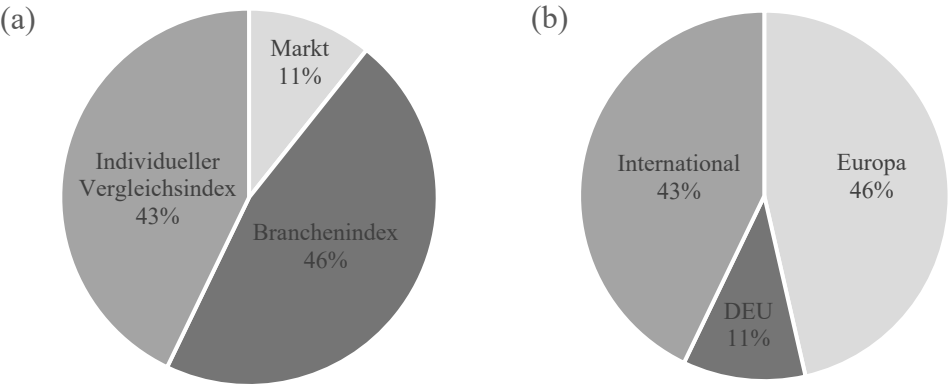
Die Einführung des Deutschen Corporate Governance Kodex im Jahr 2002 schuf die Grundlage für eine transparente und langfristig orientierte Vergütungspolitik, die das Prinzip der RPE unterstützt. Darin werden Empfehlungen hinsichtlich variabler langfristiger Vergütungskomponenten gegeben, wobei diese auf „vorher festgelegte Vergleichsparameter wie z.B. die Wertentwicklung von Aktienindices oder das Erreichen bestimmter Kursziele bezogen sein“ sollen (DCGK 4.2.3, 2002). Welche marktorientierten Kennzahlen zur RPE genutzt werden sollen, wird dabei offengelassen. Im Rahmen dieser Untersuchung wurden die Vergütungsberichte der DAX-Unternehmen für den Zeitraum von 2020 bis 2023 in Bezug auf explizite relative Performancemessung ausgewertet. In keinem der analysierten Unternehmen wird RPE im kurzfristigen Bestandteil der variablen Vergütung eingesetzt. Im langfristigen Bestandteil hingegen findet RPE im Geschäftsjahr 2023 in 28 von 40 Unternehmen (70 %) Anwendung, wobei ein zunehmender Trend in den letzten Jahren erkennbar ist, wie Tabelle 4 zeigt.

Jahr	2020	2021	2022	2023
Verwendung				
Relative Performancemessung	23	26	27	28
Keine Relative Performancemessung	17	14	13	12
Performancemaße				
Aktienkursbasiert	22	25	25	26
Zusätzlich relative Umsatzrendite	1	1	2	2

Tabelle 4: Anzahl der DAX-Unternehmen mit relativer Performancemessung und die dazu eingesetzten Performancemaße. Grundgesamtheit pro Jahr: 40 Unternehmen

Grundsätzlich verwenden alle Unternehmen aktienkursbasierte Performancemaße zur relativen Leistungsmessung, wobei das mit Abstand am häufigsten verwendete Performancemaß der Total Shareholder Return (TSR) ist. Dieser berücksichtigt die Performance der Aktien eines Unternehmens, einschließlich der Dividenden. Lediglich zwei Unternehmen (Daimler wurde im Jahr 2022 in zwei eigenständige Unternehmen aufgeteilt: Mercedes-

Benz Group und Daimler Truck) verwenden die Umsatzrendite zusätzlich zum TSR. Rechnungswesenbasierte Performancemaße, wie etwa Gewinngrößen, finden gar keine Anwendung. Die Auswahl der Vergleichsgruppe im Geschäftsjahr 2023 wird in Abbildung 5 gezeigt.



(c)

Jahr		2020	2021	2022	2023
Deutschland	Marktindex	1	0	0	1
	Branchenindex	2	3	2	2
	Individuell	0	0	0	0
Europa	Marktindex	2	2	2	2
	Branchenindex	6	8	8	9
	Individuell	2	2	2	2
International	Marktindex	0	0	0	0
	Branchenindex	3	2	2	2
	Individuell	7	9	11	10

Abbildung 5: (a) Wahl der Vergleichsgruppen für 28 Unternehmen, die im Geschäftsjahr 2023 RPE verwendet haben, kategorisiert nach Marktindex, Branchenindex und individuellem Vergleichsindex und (b) nach Region. (c) Tabelle der Aufschlüsselung nach Region und Indexart über den gesamten Betrachtungszeitraum aller DAX-Unternehmen.

In Abbildung 5(a) wird dargestellt, ob die Vergleichsgruppen aus einem Marktindex (z.B. DAX), einem Branchenindex (z.B. STOXX Europe 600 Automobiles & Parts) oder eines individuell definierten Index an Unternehmen bestehen. Dabei ist zu erkennen, dass die Branchenindices dominieren, wobei betont werden muss, dass die individuell definierten Vergleichsgruppen oft nur eine Erweiterung (oder Reduktion) der Branchenindices darstellen. Dies unterstreicht die Relevanz der direkten Wettbewerber für die relative Leistungsmessung. In Abbildung 5(b) wird eine Aufteilung der Vergleichsgruppen nach Region vorgenommen. Am häufigsten wird auf europäischer Ebene verglichen, was aufgrund des

gemeinsamen Marktes naheliegend ist. Darauf folgt die internationale Ebene, die stark vom S&P 500 und anderen globalen Indices dominiert wird. Rein nationale (deutsche) Indices verwenden hingegen nur wenige Unternehmen, obwohl der deutsche Leitindex (DAX) in individuell definierten internationalen Vergleichsgruppen als Teil sehr wohl Verwendung findet. Die Daten in Abbildung 5(c) zeigen, dass auf internationaler Ebene nur Branchenindices und wenige individuelle Indices gewählt werden. Internationale Marktindices hingegen werden nicht benutzt, was ebenfalls nachvollziehbar ist, da internationale Märkte stärker diversifiziert sind und ein diesbezüglicher Vergleich zu branchenfremden Unternehmen nicht adäquat wäre.

6. Fazit

Vorstandsvergütungen stellen einen wichtigen Teil des Corporate Governance Systems von Unternehmungen dar. Der aktuelle Druck von Investoren und der Gesellschaft führt dazu, dass Kernkonzepte von Vergütungssystemen adaptiert werden, um Unternehmen langfristiger und nachhaltiger aufzustellen, Aktionärsrechte und Rechenschaftspflichten zu stärken sowie Vorstände performanceadäquat zu entlohnen. Der vorliegende Beitrag gibt einen Einblick in aktuelle Entwicklungen bei Vorstandsvergütungen deutscher DAX-Unternehmen zum Implementierungsstand nachhaltiger ESG-Vergütungskomponenten, Malus- und Clawback-Regelungen und Say-on-Pay sowie der Ausgestaltung der relativen Performancemessung bei Unternehmen.

Literatur

- Arbeitskreis Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung. (2021). Nachhaltigkeit, ESG-Ziele und deren Verankerung in der Vorstandsvergütung. White Paper. http://www.leitlinien-vorstandsverguetung.de/whitepaper_esg.html, Abrufdatum: 01.08.2024
- Banker, R. D., & Datar, S. M. (1989). Sensitivity, precision, and linear aggregation of signals for performance evaluation. *Journal of Accounting Research*, 27(1), 21–39. <https://doi.org/10.2307/2491205>
- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2001). Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(3), 901–932. <https://doi.org/10.1162/00335530152466269>
- Biddle, G. C., Chan, L. H., & Joo, J. H. (2024). Clawback adoptions, managerial compensation incentives, capital investment mix and efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 84, 102506. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102506>
- Bonham, J., & Riggs-Cragun, A. (2024). Motivating ESG activities through contracts, taxes and disclosure regulation. *Chicago Booth Research Paper*, (22–05). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4016659>
- Chaigneau, P., & Sahuguet, N. (2024). Executive compensation with social and environmental performance. CEPR Discussion Paper No. 18909. <https://cepr.org/publications/dp18909>
- Chan, L. H., Chen, K. C.W., Chen, T. Y., & Yu, Y. (2012). The effects of firm-initiated clawback provisions on earnings quality and auditor behavior. *Journal of Accounting and Economics*, 54(2–3), 180–196. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2012.05.001>
- Cohen, S., Kadach, I., Ormazabal, G., & Reichelstein, S. (2023). Executive compensation tied to ESG performance: International evidence. *Journal of Accounting Research*, 61(3), 805–853. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12481>

- Correa, R., & Lel, U. (2016). Say on pay laws, executive compensation, pay slice, and firm valuation around the world. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 500–520. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.09.003>
- DCGK. (2002). Deutscher Corporate Governance Kodex vom 26. Februar 2002. <https://www.dcgk.de/de/kodex.html>
- Dehaan, E., Hodge, F., & Shevlin, T. (2013). Does voluntary adoption of a clawback provision improve financial reporting quality? *Contemporary Accounting Research*, 30(3), 1027–1062. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01183.x>
- Edmans, A. (2023). Applying economics – not gut feel – to ESG. *Financial Analysts Journal*, 79(4), 16–29. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2023.2242758>
- Feichter, C., Moers, F., & Timmermans, O. (2022). Relative performance evaluation and competitive aggressiveness. *Journal of Accounting Research*, 60(5), 1859–1913. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12431>
- Feltham, G. A., & Xie, J. (1994). Performance measure congruity and diversity in multi-task principal/agent relations. *The Accounting Review*, 69(3), 429–453. <https://www.jstor.org/stable/248233>
- Ferri, F., & Göx, R. F. (2018). Executive compensation, corporate governance, and say on pay. *Foundations and Trends in Accounting*, 12(1), 1–103. <http://dx.doi.org/10.1561/1400000043>
- Firk, S., Holst, M., & Wolff, M. (2020). Clawback-Klauseln als strategisches Handicap? Untersuchung der Wirkung von Clawback-Klauseln auf die strategische Ausrichtung von Unternehmen. Forschungsprojekt: Clawback-Klauseln als strategisches Handicap? – Georg-August-Universität Göttingen (<https://www.uni-goettingen.de/de/625351.html>), Abrufdatum: 01.08.2024
- Friedman, H. L., & Heinle, M. S. (2016). Taste, information, and asset prices: Implications for the valuation of CSR. *Review of Accounting Studies*, 21(3), 740–767. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9359-x>
- Hemmer, T., Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1999). Introducing convexity into optimal compensation contracts. *Journal of Accounting and Economics*, 28(3), 307–327. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00008-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00008-2)
- Holmström, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74–91. <https://doi.org/10.2307/3003320>
- Holmström, B. (1982). Moral hazard in teams. *The Bell Journal of Economics*, 13(2), 324–340. <https://doi.org/10.2307/3003457>
- Holmström, B., & Milgrom, P. (1991). Multitask principal-agent analyses: Incentive contracts, asset ownership, and job design. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 7, 24–52. https://doi.org/10.1093/jleo/7.special_issue.24
- Hummel, K., & Pfaff, D. (2021). Die Umsetzung der CSR-Richtlinie in Deutschland – erste empirische Erkenntnisse. In A. Dutzi, M. F. Gros, K. Nowak & B. Roese (Hrsg.), *Corporate Governance, Rechenschaft und Abschlussprüfung* (S. 135–144). C.H.Beck.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Krohn, P. (2024, 1. Mai). Gea ist der erste Konzern aus der Dax-Familie mit Klimaplan bis 2040. *Frankfurter Allgemeine*. <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/gea-erster-konzern-der-dax-familie-mit-klimaplan-bis-2040-19690482.html>, Abrufdatum: 01.08.2024

- OECD (2015). G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264250130-de>
- OECD (2024). G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance 2023, OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/0dc0b93c-de>.
- Pfaff, D. (2004). Performancemessung aus agencytheoretischer Sicht. In E. Scherm & G. Pietsch (Hrsg.), Controlling. Theorien und Konzeptionen (S. 168–189). Vahlen.
- Powell, D. & Rapp, M. S. (2015). Non-mandatory Say on Pay Votes and AGM participation: Evidence from Germany. University of Marburg, SAFE Working Paper No. 107. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2613406>
- Tomar, S. (2023). Greenhouse gas disclosure and emission benchmarking. Journal of Accounting Research, 61(2), 451–492. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12473>

Markus Eigruber, Ph.D., ist post doc am Lehrstuhl für Controlling an der Universität Wien, E-Mail: markus.eigruber@univie.ac.at

Klaus Haider, Dipl.-Ing., ist prae doc am Lehrstuhl für Controlling an der Universität Wien, Österreich, E-Mail: klaus.haider@univie.ac.at

Thomas Pfeiffer, Univ.-Prof., ist Professor am Lehrstuhl für Controlling an der Universität Wien, Österreich, E-Mail: thomas.pfeiffer@univie.ac.at

Christian Schmid, Ph.D., ist post doc am Lehrstuhl für Controlling an der Universität Wien, Österreich, E-Mail: christian.schmid@univie.ac.at

Anschrift: Universität Wien, Lehrstuhl für Controlling, Institut für Rechnungswesen, Innovation und Strategie, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften, Oskar-Morgenstern-Platz 1, 1090 Wien, Österreich.

Acknowledgements/Danksagung: Für die Unterstützung in der Datenerfassung bedanken wir uns bei Miriam Kunze und Clara Ziegenthaler.