

Remo Schmid (PwC Schweiz)

Prof. Dr. Alexander Wagner (Universität Zürich)

An die Geschäftsstelle der
Regierungskommission
Deutscher Corporate Governance Kodex
c/o Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main

29. Januar 2019

**Stellungnahme zum Entwurf Deutscher Corporate Governance Kodex
mit Bezugnahme auf die Publikation vom 6. November 2018**

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir bedanken uns herzlich für die Gelegenheit zur Stellungnahme zum Entwurf des geänderten Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK-E).

Wir erlauben uns eingangs eine kurze Vorstellung und Einordnung unserer Perspektive.

Remo Schmid ist Partner und leitet die Vergütungsberatung bei PwC Schweiz. Er hat knapp 20 Jahre Erfahrung bei der Beratung von Firmen aller Branchen und Grössen im Bereich Vergütungsdesign und Corporate Governance. In den Jahren 2015-2017 war er in Frankfurt und leitete die Vergütungsberatung für PwC Deutschland. Während dieser Zeit initiierte er eine Vergütungsstudie, die seither in drei Ausgaben in Zusammenarbeit zwischen PwC Deutschland und der Goethe Universität Frankfurt erstellt und publiziert wurde. Er kennt daher die Gegebenheiten in Deutschland.

Alexander Wagner ist Professor für Finance an der Universität Zürich (Swiss Finance Institute). Seine Arbeiten zu Corporate Finance, Governance, Executive Compensation und Verhaltensökonomie sind in führenden akademischen Zeitschriften wie *American Economic Review*, *Journal of Finance* und *Journal of Financial Economics* erschienen. Er ist als Independent Counsel für PwC Schweiz tätig. Bei der Jahreskonferenz der *Regierungskonferenz Deutscher Corporate Governance Kodex 2014* trug er zu Mythos und Wirklichkeit der Best Practice in der Corporate Governance vor.

Schmid und Wagner sind Ko-Autoren der seit über 10 Jahren erscheinenden jährlichen Studie „Executive Compensation & Corporate Governance Insights“. In der Ausgabe 2018 wurden in Zusammenarbeit mit Forschern der Goethe Universität Frankfurt deutsche und Schweizer Vergütungspraktiken verglichen.

Generelle Bemerkungen und Überblick über diese Stellungnahme

Nachfolgend gehen wir auf einige Aspekte zur vorgeschlagenen Vorstandsvergütung ein. Andere Themen kommentieren wir nicht.

Der Vorschlag der Regierungskommission zur Neukonzeption der Vorstandsvergütung sieht einige wichtige Änderungen vor. Es ist aufgrund bereits publizierter Beiträge in den Medien und Äusserungen auf Veranstaltungen zu antizipieren, dass es zu Stellungnahmen kommt, die vorwiegend auf eine Beibehaltung des Status Quo hinwirken bzw. die vorwiegend zu erklären versuchen, warum die vorgeschlagenen Änderungen nicht möglich seien. Wir hingegen sehen den Entwurf insgesamt positiv.

Wir unterbreiten unsere Stellungnahme in der Hoffnung, den guten Vorschlag weiter zu stärken und dessen Akzeptanz zu erhöhen. An einigen Stellen erlauben wir uns – zur Konkretisierung unseres Inputs – spezifische ergänzende oder alternative Formulierungen vorzuschlagen, wobei wir darauf achten, dass der Kodex nicht wesentlich verlängert werden soll. Die vorgeschlagenen Änderungen gegenüber dem DCGK-E sind unterstrichen.

Unsere zentralen Punkte sind:

- Der DCGK-E sollte das zentrale Thema „Risiko“ auch im Teil Vorstandsvergütung zumindest kurz erwähnen.
- Gemäss DCGK-E soll die langfristig variable Vergütung basierend auf der in einem Jahr erreichten strategischen Ziele festgelegt und sodann in Form von gesperrten Aktien gewährt werden. Wir gratulieren der Regierungskommission zu diesem erfrischenden neuen Konzept zur Neuordnung der Vorstandsvergütung. Wir schlagen jedoch eine Erweiterung der möglichen Methoden zur Gewährung der Vergütung und auch die Berücksichtigung der Zuteilung von Fremdkapital vor.
- Wir regen die Berücksichtigung von (durch die Unternehmen eigenständig zu definierenden) Aktien- und allenfalls Fremdkapitalhaltevorschriften (Share and Debt Ownership Guidelines) sowie die Offenlegung von Beteiligungen von Aufsichtsräten und Vorständen an.
- Auch diskutieren wir die Rolle der Obergrenze der Vergütung und einige weitere Aspekte.

I. Zur Rolle von Nachhaltigkeit und Risiko

Risikoreize sind, wie nicht nur bei der Finanzkrise 2008/2009 vor Augen geführt, ein zentrales Thema bei der Vorstandsvergütung. Es wäre daher uE sinnvoll, dieses Thema im neuen DCGK explizit anzusprechen. Im DCGK-E gibt zwar Grundsatz 6 vor, dass es für einen verantwortungsvollen Umgang mit den Risiken der Geschäftstätigkeit eines angemessenen internen Kontroll- und Risikomanagementsystems bedarf, doch ist erfahrungsgemäss die konkrete Frage der Risikoincentivierung bei der Vergütung durch das allgemeine Risikomanagementsystem nicht immer ausreichend beleuchtet. Bemerkenswerterweise kommt im Abschnitt D, Vorstandsvergütung, das Wort „Risiko“ überhaupt nicht vor. Im Sinne einer ausgeglichenen Behandlung von Anreizen zur Werterhöhung vs. Anreizen zur Risikonahme

empfehlen wir daher, das Thema dort anzusprechen, wo es um mögliche Probleme von Vergütungssystemen geht. Konkret:

Textvorschlag für Grundsatz 26: „Das Vergütungssystem beschreibt, wie dafür Sorge getragen wird, dass die Vergütung die übliche Vergütung nicht ohne besondere Gründe übersteigt und zu keinen exzessiven Risikoanreizen führt.“

Alternativ wäre auch eine explizitere, zusätzliche Berücksichtigung dieses Themas im Grundsatz 24 denkbar. Zwar wird dort gefordert, dass das Vergütungssystem auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten ist. Der Begriff der Nachhaltigkeit ist jedoch sehr breit und umfasst insbesondere in der aktuellen Diskussion auch ökologische und soziale Gesichtspunkte. Dies ist wünschenswert, doch sollte uE die konkretere Gefahr der exzessiven Risikopraxis durch falsch incentivierte Vorstände und die möglichen externen Effekte auf andere Unternehmen und die gesamte Wirtschaft auch beim Namen genannt werden.

Zum Thema Nachhaltigkeit ist zu bemerken, dass der recht allgemeine Grundsatz der Nachhaltigkeit zu keinen ersichtlichen Konsequenzen in den weiteren Grundsätzen und Empfehlungen zur Vorstandsvergütung führt. In der aktuellen Diskussion liegt es allerdings ohnehin an jedem einzelnen Unternehmen, sich mit diesem Thema zu beschäftigen,¹ und man kann daher – auch im Hinblick auf die gewünschte Kürze des DCGK – die Ansicht vertreten, dass keine expliziten Vorgaben in Form von Empfehlungen oder Anregungen erforderlich sind. Ein Hinweis in den Erläuterungen wäre allenfalls angebracht.

II. Zu Empfehlung D.2

„Die Vergütung soll insgesamt und hinsichtlich ihrer variablen Vergütungsteile jährliche Aufwands-Höchstbeträge aufweisen.“

Machbarkeit eines Vergütungs-Caps:

Zunächst ist festzuhalten, dass diese Empfehlung im Kontext des DCGK-E insgesamt schlüssig ist. Sowohl die kurzfristige wie auch die langfristige variable Vergütung wird aufgrund der in einem Jahr erreichten Ziele zugesprochen. Die Leistungsperiode und die Gewährung fallen somit zusammen. Der Wert der Zuteilung der Aktien aus der langfristigen variablen Vergütung kann damit klar bestimmt werden (Vergütung). Die Wertentwicklung auf den gemäße D.7 zugeteilten Aktien stellt keine Vergütung dar; es handelt sich um die Veränderung der Wertposition eines Investors. Dadurch lässt sich auch die Einhaltung eines Vergütungs cap im Sinnes des Aufwands für die Gesellschaft einfach bewerkstelligen. Dies steht im Gegensatz zu den (heutigen) LTI Systemen, bei denen die Vergütung u.a. vom Aktienkursverlauf während

¹ Eine Meta-Studie (Friede, Busch, and Bassen, 2015) zeigt auf, dass eine Mehrzahl von Studien eine positive Assoziation von Environmental, Social, and Governance (ESG) Faktoren und Unternehmensperformance finden. Einzelne Studien untersuchen einen kausalen Effekt: Lins, Servaes und Tamayo (2017) finden, dass nachhaltige Unternehmensführung ein Signal von Glaubwürdigkeit sein kann, das gerade in Krisenzeiten hilft. Siehe auch Albuquerque, Durnev und Koskinen (2018). Krüger (2015) präsentiert Evidenz zur Reaktion von Investoren auf Ereignisse, die Corporate Social Responsibility betreffen. Ramelli, Wagner, Zeckhauser und Ziegler (2018) zeigen, dass jene Unternehmen von der Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten profitierten, die klimaverantwortliche Strategien verfolgen. Diese überraschende Entwicklung erklären die Autoren damit, dass sich langfristige Investoren eher diesen Unternehmen zuwandten.

einer gewissen Periode abhängt und der Vergütungs-Betrag naturgemäss erst nach dieser Periode bekannt ist. Gesellschaften, welche den LTI am Aktienkurs ausgerichtet haben, mussten eine Abweichung zum bestehenden Kodex (Tz. 4.2.3; Version 7.2.2017) publizieren (weil die Vergütung aufgrund positiver Aktienkursentwicklung über den Cap zu liegen kommen kann). Alternativ können LTI Pläne als Cash Pläne ausgestaltet werden, um die Einhaltung des Caps sicherzustellen. Dass sich echte Aktienpläne in diesem «Umfeld» nur zögerlich durchsetzen ist verständlich. Mit dem neuen Vorschlag fällt diese Problematik weg. Der von vielen Seiten gestellten Forderung nach Aktienbesitz (und Aktienkultur) durch das Management steht nichts im Wege.

Sinnhaftigkeit eines Vergütungs-Caps:

Aber nicht alles, was machbar ist, ist auch sinnvoll. Die Empfehlung, einen Vergütungs-Cap festzulegen, hat in Deutschland lange Tradition. Trotzdem erlauben wir uns, darauf hinzuweisen, dass praktische Erfahrungen und akademische Analysen eine differenzierte Beurteilung der Festlegung von Vergütungs-Caps nahelegen.

Zwar haben Caps klare Vorteile insbesondere im Hinblick auf das Management des „Headline-Risk“ – bei einem Cap wird es unmöglich, dass plötzlich unerwartet hohe Beträge als Vergütung bezahlt werden (müssen).² Auch sind Caps teilweise regulatorisch relevant (insbesondere in Finanzunternehmen aufgrund der durch die EU Capital Requirements Directive vorgeschriebenen Ratios). Weiter zeigen manche theoretische Modelle überraschende, implizite Vorteile von Caps.³

Allerdings bestehen auch klare Nachteile: Insbesondere wird das Management bei falsch angesetzten Caps unter Umständen verzerrte Anreize haben. Einerseits wird in guten Jahren, in denen eine Übererreichung von Zielen im Bereich des Möglichen wäre, zumindest aus monetärer Sicht ein Anreiz entstehen, nicht mehr vollen Einsatz zu leisten bzw. kreative Wege zu finden, Leistungen in das nächste Jahr zu „verschieben“. Solche „Budget games“ sind weit verbreitet.⁴ Diese Verhaltensweisen führen zwar zu keiner unmittelbaren Verschlechterung der Performance, entkoppeln aber die dargestellte Performance und die tatsächliche Leistung. Andererseits führt ein Cap „oben“ zwangsweise zu einem Floor „unten“: Denn welcher

² In den Medien werden hohe Vergütungen sehr intensiv diskutiert. Dort wird oft auch das Verhältnis der Top-Verdiener zu den anderen Mitarbeitenden kritisch reflektiert. Interessanterweise scheint es gerade an dem Punkt, an dem die Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Unternehmen grösser wird (ab 2000 Arbeitnehmer), eine diskontinuierliche Erhöhung der Vorstandsvergütung zu geben, wobei Arbeitnehmer in solchen Unternehmen im Gegenzug von höherer Arbeitsplatzsicherheit profitieren (Lin, Schmid, and Sun, 2019). Auch haben die Aktienkurse gerade jener Unternehmen negativ auf rechtliche Entwicklungen hin zum Vorstandsvergütungs-Angemessenheitsgesetz 2009 reagiert, die (bezogen auf Unternehmensgrösse, -branche und andere Faktoren) ungewöhnlich *hohe* Vorstandsvergütungsbeträge ausrichteten (Hitz and Müller-Bloch, 2015). Dieses Gesetz beinhaltete neben Hinweisen zu Angemessenheit und Üblichkeit der Vergütung auch andere Änderungen, sodass nicht eindeutig bestimmbar ist, welcher Faktor entscheidend war. In den USA hingegen reagierten Unternehmen mit hoher abnormaler Vergütung positiv auf die Einführung von „Say-on-pay“ (Cai and Walkling, 2011). In der Schweiz reagierten Unternehmen mit abnormal hoher wie auch mit abnormal tiefer CEO-Vergütung positiver auf die Einführung von bindenden Abstimmungen über die Management-Vergütung, wobei Unternehmen, in denen die erhöhte Macht der Aktionäre eher zu verzerrten Management-Entscheidungen führen kann, negativer reagierten (Wagner and Wenk, 2018).

³ Cebon und Hermalin (2015) zeigen beispielsweise, dass Beschränkungen der Vorstandsvergütung sinnvoll sein können, weil sie langfristige, implizite Kooperationen zwischen dem Aufsichtsrat und dem CEO erlauben.

⁴ So zeigt Kim (2017), dass Manager mit guter Performance bis zum dritten Quartal im vierten Quartal systematisch schlechtere Performance bekanntgeben. Siehe auch Holthausen, Larcker und Sloan (1995) und andere.

Manager ist bereit, die „gute“ Richtung des Risikos zu begrenzen, aber eine unbegrenzte „Downside“ zu nehmen? Auch dies führt zu verzerrten Anreizen.⁵

Etwas entschärft wird das Problem im DCGK-E dadurch, dass der Vorstand durch den Erhalt von Aktien im Rahmen der langfristigen Vergütung auch nach abgeschlossener Leistungsperiode weiterhin einen Anreiz hat, zur Aktienkurssteigerung beizutragen. Trotzdem warnen wir davor, Vergütungs-Caps als Allheilmittel gegen verzerrte Vergütungssysteme zu verstehen.

Vorschlag: Wir empfehlen, zumindest in den Erläuterungen darauf hinzuweisen, dass ein Vergütungscap alleine noch kein gutes Vergütungssystem ausmacht, sondern dass ein Aufsichtsrat regelmässig zu untersuchen hat, ob es zu problematischen Verhaltensweisen rund um den Cap kommt.

III. Zu Empfehlungen D.7 und D.9

„Die kurzfristige variable Vergütung soll in bar ausgezahlt werden. Die langfristig variable Vergütung soll (nach Abzug anfallender Steuern) in Aktien der Gesellschaft gewährt werden, die mindestens vier Jahre lang nicht veräußert werden können.“

„Die langfristig variable Vergütung soll vor allem Anreiz zur Umsetzung strategischer Maßnahmen sein. Die entsprechenden Ziele sollen sich deshalb aus der strategischen Planung für das betreffende Geschäftsjahr ableiten. Der kurzfristig variablen Vergütung sollen Ziele der operativen Jahresplanung zugrunde liegen.“

Ein neuer und wichtiger Aspekt bei der Ausgestaltung der langfristigen variablen Vergütung gemäss DCGE-E ist die Anknüpfung an die Umsetzung der Strategie, gemessen an jährlichen Meilensteinen. Die Besonderheit dabei ist, dass der Vorschlag weiter vorsieht, den (verdienten) Incentive in Form von gesperrten Aktien zuzuteilen. Der Incentive des Vorstandes an sich ist also nicht an den Aktienkurs geknüpft, aber der Vorstand wird je nach Zielerreichung Teilhaber an den zukünftigen guten wie schlechten Entwicklungen des Unternehmens.

Wir begrüßen den Vorschlag insgesamt und empfehlen lediglich eine Erweiterung der Erfüllungsmöglichkeiten.⁶ Wir gehen auf drei Themenkreise ein.

(1) Es ist zu vermuten, dass dieses neue System auf verschiedenen Ebenen kritisiert wird. Manche mögen behaupten, dass die Definition von jährlichen Meilensteinen realitätsfremd sei, gerade bei der hohen Dynamik in der heutigen Wirtschaft. Richtig ist aber, dass gerade aufgrund der jährlichen Fixierung und Anpassung der Ziele auf ein dynamisches Umfeld reagiert werden kann. Im Gegensatz zu den heutigen Plänen, bei denen die Ziele für die nächsten drei Jahre fixiert werden, erlaubt der Vorschlag mehr Flexibilität. Und er fördert und fordert die Fähigkeit des Aufsichtsrats und des Vorstands, sich auf vernünftige Ziele zu einigen und das Unternehmen zu führen. Der Druck, ein weit in der Zukunft liegendes Zielbild fixieren zu müssen oder zu vage Ziele festzulegen, fällt weg. Dadurch können dem Management klare

⁵ Siehe Murphy und Jensen (2011) für detaillierte Ausführungen und Beispiele.

⁶ Eine weiterführende und detaillierte Diskussion des Vorschlags findet sich in Böcking, Bundle, Schmid und Wagner (2019).

Ziele vorgegeben werden, anhand deren dann die (Jahres-)Leistung gemessen und honoriert wird. Das sollte für das Management motivierend wirken.

Ein weiterer Vorteil des Vorschlages ist, dass ein Unternehmen die gesetzten Ziele und deren Erreichung im Nachgang der Aussenwelt kommunizieren kann (wie bei der kurzfristig variablen Vergütung). Das schafft Transparenz und ermöglicht es insbesondere den Aktionären, aber auch anderen Anspruchsgruppen, die Leistung zu beurteilen. Wenn das gut gemacht wird, schafft das Vertrauen und Akzeptanz.

Ein anderer im Markt seit Publikation des DCGE-E vorgebrachter Kritikpunkt ist, dass der Vorschlag eine „one-size-fits-all“-Struktur vorgebe und durch ein zu präzise definiertes Vergütungssystem den Spielraum der Unternehmen einenge. Doch bei genauerer Betrachtung wird klar, dass der Vorschlag eben genau unternehmensspezifische Vergütungssysteme unterstützt, denn der Vorschlag sieht vor, die Umsetzung strategischer Ziele zu incentivieren, von Zielen also, die die Zukunft des spezifischen Unternehmens definieren.

(2) Der Vorschlag der Ausgestaltung des LTI Incentives an sich ist also sehr flexibel. Die *Erfüllung* hingegen wirkt mit der Zuteilung von gesperrten Aktien ohne Alternative etwas starr. Zudem ergeben sich bei einer direkten Aktienzuteilung durch den Arbeitgeber mögliche Problemfelder wie z.B. Aktienbeschaffung und steuerliche Absetzbarkeit der Kosten. Mindestens zwei Alternativen für eine flexiblere Handhabe mit gleich intensiver Ausrichtung auf langfristige Aktionärsinteressen sind denkbar:⁷

- Variante A: Anstelle von gesperrten Aktien könnten z.B. Restricted Stock Units (RSUs) zugeteilt werden, die ein Versprechen darstellen, Aktien unentgeltlich in der Zukunft, z.B. nach vier Jahren zuzuteilen.
- Variante B: Eine mögliche Alternative wäre eine Übertragung des LTIs in bar mit einer direkt anschließenden privaten Investition des Netto-Betrags durch das Vorstandsmitglied in für mindestens vier Jahre gesperrte Aktien. Um mögliche Probleme durch Insiderinformationen zu vermeiden, sollte die entsprechende Netto-Vergütung an einem vorher definierten Stichtag durch einen automatischen Kaufprozess in Aktien investiert werden.

Basis- Textvorschlag für D.7: „Die kurzfristige variable Vergütung soll in bar ausgezahlt werden. Die langfristig variable Vergütung soll (nach Abzug anfallender Steuern) *entweder in gesperrten Aktien oder anderen Instrumenten mit äquivalenten Beschränkungen (z.B. Restricted Share Units oder Cash mit der Verpflichtung, in gesperrte Aktien zu investieren) gewährt werden. Die Sperrfrist bzw. Aufschieb-Periode soll mindestens vier Jahre betragen.*“

In den Erläuterungen könnte noch weiter ausgeführt werden, welche alternativen Methoden denkbar sind. Eine exakte Spezifikation aller zulässigen Varianten in D.7 selbst erscheint nicht zweckmässig. Mit der von uns vorgeschlagenen Formulierung wäre einerseits der in vielerlei Hinsicht klarste und einfachste Vorschlag der Regierungskommission als Referenz festgehalten; andererseits bliebe es den Unternehmen überlassen, alternative Systeme, die für ihre konkrete Situation besser passen, zu implementieren.

Als freiwilliges Signal der Unternehmen bietet sich eine Ergänzung des neuen Systems mit einem über die vier Jahre hinaus anhaltendem Aktieninvestment im Sinne von „Share

⁷ Siehe dazu auch Schmid, Gloor und Wagner (2018).

Ownership Guidelines“ an. Solche Richtlinien würden eine Ausrichtung der Interessen des Vorstands auf die der Aktionäre auch dann sicherstellen, wenn aufgrund einer Zielverfehlung keine Aktien aus der variable Vergütung fließen. Siehe dazu auch unsere Ausführungen weiter unten bei IV.

(3) Traditionell lag der Fokus der Vergütung auf dem Versuch, den Vorstand auf die Interessen der Aktionäre auszurichten. Allerdings hält Grundsatz 24 des DCGK-E aus unserer Sicht richtig fest, dass das Vergütungssystem zur langfristigen Entwicklung des *Unternehmens* beiträgt. Es geht also nicht ausschliesslich um die Aktionäre, sondern um alle Anspruchsgruppen bzw. insbesondere alle Kapitalgeber des Unternehmens. „Inside debt“ – die Idee, dass ein Vorstand auch mit Fremdkapital vergütet werden kann – hat zwar bis dato in der Praxis relativ wenig *bewusste* Beachtung gefunden, hat aber eine lange Tradition in der konzeptionellen Analyse von optimalen Vergütungssystemen.⁸ Die Logik ist klar: Wenn der Vorstand nur das Aktionärsinteresse verfolgt, tendiert er möglicherweise zu „Risk Shifting“, d.h. zur Risikoprüfung zu Lasten der Fremdkapitalgeber.⁹ In manchen Ländern ist dieses Problem (implizit) zumindest teilweise gelöst. Beispielsweise sind in den USA Manager am Überleben ihrer Unternehmen interessiert, da die Pensionsversprechen beim Konkurs des Unternehmens ebenfalls untergehen würden. Das heisst, Manager sind dort automatisch Fremdkapitalgeber für das Unternehmen und halten „Inside debt“.¹⁰

In Deutschland ist die Situation grundsätzlich anders gelagert. Die Pensionsversprechen sind (aufgrund der oft vorkommenden Auslagerung in Contractual Trust Arrangements (CTAs)) durch einen etwaigen Konkurs der Unternehmung vielfach nicht tangiert. Dies erscheint im Hinblick auf die in der Praxis oft erwähnte Orientierung auf Langfristigkeit und Nachhaltigkeit des unternehmerischen Wirkens nicht unbedingt konsistent. Ein rechtlicher Eingriff durch ein Verbot des Auslagerns der Pensionsversprechen wäre die schärfste Reaktion. Doch auch auf Unternehmensebene sind Handlungen möglich, die ein explizites Signal der langfristigen Orientierung und entsprechende Anreize setzen. Insbesondere in Unternehmen mit hohem Fremdfinanzierungsgrad kann es sich anbieten, Management direkt am Wert des Fremdkapitals zu beteiligen, z.B. durch Obligationen. Alternativ ist auch denkbar (insbesondere bei Unternehmen, die keine „public bonds“ im Markt platziert haben), dass der Vorstand einen Teil der gewährten langfristigen Vergütung zwar in bar erhält, diesen Betrag aber sogleich als Kredit an das Unternehmen gibt. In beiden Fällen erhält der Vorstand die Position eines Kreditgebers und ist daher am sicheren Fortbestand des Unternehmens interessiert.¹¹

Im Hinblick auf diese Überlegungen empfehlen wir, unseren obigen Basis-Vorschlag für D.7 um einen weiteren Satz – bewusst als Anregung formuliert – zu erweitern:

Erweiterter Textvorschlag für D.7: *„Die kurzfristige variable Vergütung soll in bar ausgezahlt werden. Die langfristig variable Vergütung soll (nach Abzug anfallender Steuern) entweder in gesperrten Aktien oder anderen Instrumenten mit äquivalenten Beschränkungen (z.B.*

⁸ Bereits Jensen und Meckling (1976) äussern die Vermutung, dass in einem optimalen System das Verhältnis von Fremdkapital und Eigenkapital in der Vergütung von Managern dem Finanzierungsverhältnis der Unternehmung entsprechen sollten. Edmans und Liu (2011) formalisieren dies weiter und zeigen, dass meist ein „Equity Bias“ optimal ist. Campbell, Galvin und Johnson (2016) schätzen optimale „Inside-debt ratios“.

⁹ Siehe zum Beispiel Parrino und Weisbach (1999) und Chesney, Stromberg und Wagner (2017).

¹⁰ Siehe Sundaram und Yermack (2007) sowie Wei und Yermack (2011).

¹¹ Diese explizite Incentivierung geht über die Tatsache hinaus, dass bereits der Aktienkurs den bei einem nahenden Konkurs fallenden Fremdkapitalwert abbildet.

Restricted Share Units oder Cash mit der Verpflichtung, in gesperrte Aktien zu investieren) gewährt werden. Die Sperrfrist bzw. Aufschub-Periode soll mindestens vier Jahre betragen. Der Aufsichtsrat sollte auch die Möglichkeit haben, langfristig variable Vergütung teilweise in Fremdkapital-Instrumenten (z.B. Obligationen der Gesellschaft) zu gewähren.“

IV. Weiterführende Anregung: Aktien- und Fremdkapitalhaltevorschriften

Zur Förderung und Unterstützung eines langfristigen Handelns ist die Angleichung der Interessen („Alignment“) zwischen Vorstand und Aktionären bzw. gemäss obiger Diskussion allenfalls auch Fremdkapitalgebern wichtig. Mit dem Aufbau und Halten von Aktien (und allenfalls Fremdkapital) der Gesellschaft kann dies unterstützt werden. Mit dem Vorschlag in D.7, gesperrte Aktien oder ähnliche Instrumente (bzw. allenfalls auch Fremdkapital) zuzuteilen, kann dies erreicht werden – allerdings nur, solange tatsächlich Ziele erreicht werden. Damit das wachsende Alignment auch eintritt, wenn keine Aktien (und allenfalls Fremdkapital) gewährt werden, weil die (strategischen) Ziele nicht erreicht wurden, könnten Aktienhaltevorschriften (Share Ownership Guidelines) bzw. Fremdkapitalhaltevorschriften (Debt Ownership Guidelines) ins Auge gefasst werden. Die Vorstände müssten die entsprechenden Positionen während einer festgelegten Frist aufbauen und diese halten, so lange sie im Vorstand sind bzw. allenfalls sogar noch für eine gewisse Zeit nach dem Ausscheiden.

Aktien- und Fremdkapitalhaltevorschriften könnten dabei auch für den Aufsichtsrat gelten. Diese würden keine erfolgsabhängige Vergütung des Aufsichtsrats darstellen.

Das Ausmass, in dem einzelne Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder Aktien (und verwandte Instrumente, wie Aktienoptionen) und allenfalls Fremdkapital am eigenen Unternehmen halten, ist eine wesentliche Information für Anleger und andere Anspruchsgruppen. Daher wäre es jedenfalls sinnvoll, dass die Gesellschaften die von den Vorständen und Aufsichtsräten gehaltenen Beteiligungsinstrumente an der Gesellschaft im Vergütungsbericht mit ihrem jeweiligen Stichtagswert offenlegen. Dies würde eine ganzheitliche Sichtweise von pay-for-performance (Vergütung) und alignment-with-performance (Vermögenshebel) ermöglichen. Die geltenden Regeln zur Offenlegung von grossen Beteiligungen reichen dafür nicht aus, da insbesondere bei grossen und sehr grossen Unternehmen das Management selten solche grossen Beteiligungen halten kann.

Insgesamt schlagen wir Aktien- und Fremdkapitalhaltevorschriften als Anregung, die Offenlegung der Beteiligungen als Empfehlung vor:

Textvorschlag:

Grundsatz (neu): Vorstand und Aufsichtsrat sind angemessen am Unternehmen beteiligt.

Empfehlung und Anregung (neu): Der Aufsichtsrat sollte Aktien- und allenfalls Fremdkapitalhaltevorschriften für den Vorstand und den Aufsichtsrat definieren. Die per Ende Geschäftsjahr (Stichtag) an der Gesellschaft gehaltenen Beteiligungsrechte von Aufsichtsrat und Vorstand sollen im Vergütungsbericht individuell und mit dem Wert per Stichtag offengelegt werden.

V. Zu Empfehlung D.13

„Nach Beendigung eines Vorstandsvertrags sollen sämtliche bestehenden Vergütungs- und Zuflussregelungen fortgelten.“

Die Beweggründe, wonach die Aktien bei Beendigung der Vorstandstätigkeit nicht vorzeitig entsperrt werden, sind nachvollziehbar. Gleichzeitig sind die Gegenargumente ebenso verständlich. Klar ist auch, dass gesperrte Aktien gegenüber ungesperrten Aktien aufgrund der Verfügungsbeschränkung und dem damit verbundenen Risiko ökonomisch weniger Wert haben. Die Sperrfrist hat einen Preis, den es im Wert der Aktienzuteilung zu berücksichtigen gälte, d.h. Zuteilung von z.B. mehr gesperrten Aktien.

Alternativ könnte in der Praxis dem Vorstandsmitglied eine Wahl angeboten werden. Das Vorstandsmitglied könnte wählen, ob es den Incentive in gesperrten Aktien oder die gleiche Anzahl z.B. in RSUs bekommen möchte (die Sperrfrist der Aktien und die Aufschiebungs-Periode der RSUs wären kongruent zu gestalten). Den Vorteil dieser Flexibilität müsste ein Unternehmen natürlich gegen die erhöhte Komplexität bei der Offenlegung und Diskussion mit Aktionären abwägen. Bei einer Beendigung bleibt die Sperrfrist auf den Aktien bestehen. Hat sich das Vorstandsmitglied für die RSUs entschieden, hat es im Zeitpunkt der Beendigung wieder die Wahl. Das Vorstandsmitglied kann die RSUs 1:1 in Aktien wandeln, wobei die Aktien für die Restlaufzeit (verbleibende Aufschiebungs-Periode) gesperrt sind, oder es bekommt sofort ungesperrte Aktien / Cash jedoch nicht auf einer 1:1 Basis, sondern mit einem Abschlag (der vorab aufgrund nachvollziehbarer Kriterien fixiert wird). Entscheidet sich das Vorstandsmitglied zu Beginn für gesperrte Aktien, passiert bei Beendigung nichts. Hat es sich für RSUs entschieden, kann der Beendigungsgrund sowie die Einschätzung des Kursverlaufes die erneute Wahl beeinflussen. Diese Variante kann im Rahmen von „Explain“ durch die Unternehmen gewählt und entsprechend erläutert werden.

VI. Zu Empfehlung D.14 und Anregung D.15

„Zahlungen an ein Vorstandsmitglied bei vorzeitiger Beendigung der Vorstandstätigkeit sollen den Wert von zwei Jahresvergütungen nicht überschreiten (Abfindungs-Cap) und nicht mehr als die Restlaufzeit des Anstellungsvertrags vergüten. Für die Berechnung des Abfindungs-Caps soll auf die Gesamtvergütung des abgelaufenen Geschäftsjahres und gegebenenfalls auch auf die voraussichtliche Gesamtvergütung für das laufende Geschäftsjahr abgestellt werden. Zahlungen für ein etwaiges nachvertragliches Wettbewerbsverbot sollen mit der Abfindung verrechnet werden.“

„Zusagen für Leistungen aus Anlass der vorzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit infolge eines Kontrollwechsels (Change of Control) sollten nicht vereinbart werden.“

Die ökonomische Forschung sieht Abfindungszahlungen („severance pay“) typischerweise als Teil eines optimalen Vertrags¹², doch haben Literatur und Praxis auch gezeigt, dass exzessive Zahlungen bei vorzeitiger Beendigung der Vorstandstätigkeit ein Problem darstellen.¹³ Obwohl allgemeine, quantifizierte Regeln für alle Unternehmen schwierig sind, erscheint Satz 1 der Empfehlung D.14 dabei eine sinnvolle Balance zu finden.

Wir verstehen den Abfindungs-Cap als Entschädigung für die Auflösung eines Arbeitsverhältnisses. Ein Konkurrenzverbot greift naturgemäss aber erst nach Beendigung eines Arbeitsverhältnisses und hat einen Wert. Eine Verknüpfung bzw. Verrechnung mit dem Abfindungscap sehen wir deshalb als nicht zwingend sachgerecht. Wir schlagen daher zur Erhöhung der Flexibilität vor:

Textvorschlag: Satz 3 von D.14 lautet: *„Der Aufsichtsrat entscheidet im Einzelfall und aufgrund eines nachvollziehbaren, objektiven Entscheidungsprozesses, ob Zahlungen für ein etwaiges nachvertragliches Wettbewerbsverbot mit der Abfindung verrechnet werden sollen.“*

Ähnliche Fragestellungen ergeben sich im Zusammenhang mit Leistungen bei einem Change of Control. Solche Zahlungen können durchaus im Sinne der Gesellschaft bzw. des Aktionärs sein, indem sich der Vorstand z.B. nicht gegen eine (sinnvolle) Übernahme stemmt. Wir empfehlen daher die Streichung von D.15.

Gerne stehen wir Ihnen für einen weiterführenden Austausch zur Verfügung. Wir wünschen Ihnen viel Erfolg -- und auch Standfestigkeit -- bei der Verarbeitung der eintreffenden Stellungnahmen.

Mit freundlichen Grüßen

Remo Schmid
Partner, PwC Schweiz

Prof. Dr. Alexander Wagner
Universität Zürich, Institut für Banking und Finance

¹² Das Risiko eines CEOs entlassen zu werden, wird am Arbeitsmarkt faktisch in Form eines „turnover risk premiums“, also durch höhere Vergütung während der Tätigkeit, entschädigt, wenn es keine entsprechenden erwarteten Abfindungszahlungen gibt (Peters and Wagner, 2014).

¹³ Benmelech, Kandel und Veronesi (2010), Fich, Tran und Walkling (2013), Gillan, Hartzell und Parrino (2007), Lambert und Larcker (1985), Rau und Xu (2013), Yermack (2006) u.a.m.

Literatur

- Albuquerque, R., Durnev, A., Koskinen, Y., 2018. Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. *Management Science* forthcoming
- Benmelech, E., Kandel, E., Veronesi, P., 2010. Stock-based compensation and CEO (dis)incentives. *Quarterly Journal of Economics* 125, 1769-1820.
- Böcking, H.-J., Bundle, L., Schmid, R., Wagner, A.F., 2019. Neukonzeption der variablen Vorstandsvergütung durch den Entwurf des DCGK. *Der Betrieb* 72, 137-145.
- Cai, J., Walkling, R.A., 2011. Shareholders' Say on Pay: Does it Create Value? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46, 299-339.
- Campbell, T.C., Galpin, N., Johnson, S., 2016. Optimal Inside Debt Compensation and the Value of Equity and Debt. *Journal of Financial Economics* 119, 336-352.
- Cebon, P., Hermalin, B., 2015. When Less is More: The Benefits of Limits on Executive Pay. *Review of Financial Studies* 28, 1667-1700.
- Chesney, M., Stromberg, J., Wagner, A.F., 2017. Managerial incentives to take asset risk. *Swiss Finance Institute Research Paper*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1595343>
- Edmans, A., Liu, Q., 2011. Inside debt. *Review of Finance* 15, 75-102.
- Fich, E., Tran, A.L., Walkling, R.A., 2013. On the Importance of Golden Parachutes. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48, 1717-1754.
- Friede, G., Busch, T., Bassen, A., 2015. ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5, 210-233.
- Gillan, S.L., Hartzell, J.C., Parrino, R., 2007. Explicit vs. implicit contracts: Evidence from CEO Employment Agreements. *Journal of Finance* 64, 1629-1655.
- Hitz, J.-M., Müller-Bloch, S., 2015. Market reactions to the regulation of executive compensation. *European Accounting Review* 24, 659-684.
- Jensen, M., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Kim, S., 2017. Executive Bonus Target Ratcheting: Evidence from the New Executive Compensation Disclosure Rule. *Contemporary Accounting Research* 34, 1843-1879.
- Krüger, P., 2015. Corporate Goodness and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics* 115, 304-329.
- Lambert, R.A., Larcker, D.F., 1985. Golden Parachutes, Executive Decision-Making, and Shareholder Wealth. *Journal of Accounting and Economics* 7, 179-203.
- Lin, C., Schmid, T., Sun, Y., 2019. Conflict or Collusion? How Employees in the Boardroom Affect Executive Compensation. *University of Hong Kong working paper*
- Lins, K., Servaes, H., Tamayo, A., 2017. Social Capital, Trust, and Firm Performance during the Financial Crisis. *Journal of Finance* 72, 1785-1824.
- Murphy, K.J., Jensen, M.C., 2011. CEO Bonus Plans: And How to Fix Them. *Harvard Business School Working Paper*
- Parrino, R., Weisbach, M.S., 1999. Measuring investment distortions arising from stockholder-bondholder conflicts. *Journal of Financial Economics* 53, 3-42.
- Peters, F., Wagner, A.F., 2014. The executive turnover risk premium. *The Journal of Finance* 69, 1529-1563.
- Ramelli, S., Wagner, A.F., Zeckhauser, R.J., Ziegler, A., 2018. Stock Price Rewards to Climate Saints and Sinners: Evidence from the Trump Election. *Swiss Finance Institute Research Paper*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3254526>
- Rau, P.R., Xu, J., 2013. How Do Ex Ante Severance Pay Contracts Fit Into Optimal Executive Incentive Schemes? *Journal of Accounting Research* 51, 631-671.
- Schmid, R., Gloor, P., Wagner, A.F., 2018. Variable Vergütung mit strategischer Aktienzuteilung. *Expert Focus*, 572-577.
- Sundaram, R., Yermack, D., 2007. Pay me later: Inside debt and its role in managerial compensation. *Journal of Finance* 62, 1551-1588.
- Wagner, A.F., Wenk, C., 2018. Agency vs. hold-up: On the impact of binding say-on-pay on shareholder value. *Swiss Finance Institute Research Paper*
- Wei, C., Yermack, D., 2011. Investor Reactions to CEOs' Inside Debt Incentives. *Review of Financial Studies* 24, 3813-3840.
- Yermack, D., 2006. Golden Handshakes: Separation Pay for Retired and Dismissed CEOs. *Journal of Accounting and Economics* 41, 237-256.