

# **Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Investor Relations Arbeit – insbesondere im Internet**

## **Diplomarbeit**

im Fach Mitarbeiterinformation und Öffentlichkeitsarbeit  
Studiengang Informationsmanagement  
der  
Fachhochschule Stuttgart –  
Hochschule der Medien

**Melanie Prengel**

Erstprüfer: Prof. Dr. Helmut Wittenzellner  
Zweitprüfer: Dr. Hendrik Wolff

Bearbeitungszeitraum: 15. Juli 2002 bis 15. Oktober 2002

Stuttgart, Oktober 2002

## Kurzfassung

Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) der Regierungskommission unter Gerhard Cromme wurde am 26. Februar 2002 veröffentlicht und mit Inkrafttreten des Transparenz- und Publizitätsgesetzes am 26. Juli 2002 für alle börsennotierten Aktiengesellschaften verbindlich.

Als Grundlage für die Umsetzung der Regeln zur Unternehmensleitung und -kontrolle ist ein gewisses Basiswissen nötig, das in dieser Arbeit vermittelt werden soll. Hierzu gehört nicht nur die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland mit Gesetzesreformen und privaten Regelwerken, sondern auch ein Vergleich mit Systemen in anderen Ländern, insbesondere den USA. Aufbauend hierauf können Hilfestellungen und Anregungen zur Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex gegeben werden. Dabei werden sowohl organisatorische, wie auch kommunikative Anforderungen berücksichtigt. Die Ausführungen zur Anwendung bisheriger sowie neu hinzukommender Medien soll vor allem Investor Relations Mitarbeitern Impulse für ihre Arbeit geben. Deshalb werden die Instrumente der Finanzkommunikation, insbesondere das Internet, eingehend auf ihre Einsatzmöglichkeiten zur Kommunikation der Corporate Governance untersucht.

**Schlagwörter:** Corporate Governance, Deutscher Corporate Governance Kodex, Finanzkommunikation, Investor Relations, Unternehmenskontrolle

## Abstract

The Commission under the direction of Gerhard Cromme published the German Corporate Governance Code on February 26<sup>th</sup> 2002. Since the law for more transparency and publicity (Transparenz- und Publizitätsgesetz) came into force on July 26<sup>th</sup> 2002 the Code is binding for all quoted joint stock companies.

This paper wants to get across basic knowledge necessary for the implementation of the rules of corporate management and control. Not only the development of corporate governance in Germany with legal reforms and private control equipments belong to this subject but also a comparison with systems in other countries, especially the USA. Bottom-up on this the paper gives support and suggestions for the implementation of the German Corporate Governance Code. In doing so organisational and communicative demands will be considered. The explanations for the application of previous as well as new instruments want to give impulses particularly to the work of investor relations

---

managers. Therefore it will be examined in detail in which way the instruments for financial communication, especially the Internet, can be applied for the communication of corporate governance.

**Keywords:** Corporate Control, Corporate Governance, Financial Communication, German Corporate Governance Code, Investor Relations

# Inhaltsverzeichnis

<b>Kurzfassung</b> .....	<b>2</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>2</b>
<b>Inhaltsverzeichnis</b> .....	<b>4</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	<b>7</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b> .....	<b>8</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	<b>9</b>
<b>Vorwort</b> .....	<b>11</b>
<b>1 Einleitung</b> .....	<b>12</b>
1.1 <i>Problemstellung und Ziel</i> .....	12
1.2 <i>Vorgehensweise</i> .....	13
<b>2 Grundlagen und Begriffsdefinitionen</b> .....	<b>15</b>
2.1 <i>Informationsökonomie</i> .....	15
2.1.1 <i>Principal-Agent-Theorie</i> .....	15
2.1.2 <i>Asymmetrische Informationsverhältnisse</i> .....	16
2.2 <i>Investor Relations</i> .....	19
2.2.1 <i>Definition von Investor Relations</i> .....	19
2.2.2 <i>Ziele von Investor Relations</i> .....	20
2.2.3 <i>Zielgruppen von Investor Relations</i> .....	22
2.2.4 <i>Instrumente von Investor Relations</i> .....	26
2.3 <i>Corporate Governance</i> .....	27
2.3.1 <i>Definition von Corporate Governance</i> .....	27
2.3.2 <i>Ziele von Corporate Governance</i> .....	28
2.3.3 <i>Instrumente von Corporate Governance</i> .....	29
2.3.4 <i>Corporate Governance im internationalen Vergleich</i> .....	32
2.3.4.1 <i>USA und Großbritannien</i> .....	33
2.3.4.2 <i>Kontinentaleuropa</i> .....	35
2.3.4.3 <i>Deutschland</i> .....	36

<b>3</b>	<b>Corporate Governance in Deutschland .....</b>	<b>41</b>
3.1	<i>Gesetzliche Rahmenbedingungen .....</i>	41
3.1.1	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich .....	42
3.1.2	Transparenz- und Publizitätsgesetz .....	42
3.1.3	Viertes Finanzmarktförderungsgesetz .....	43
3.1.4	Gesetz zur Namensaktie und Erleichterung der Stimmrechtsausübung .....	45
3.2	<i>Notwendigkeit zur Verbesserung des deutschen Corporate Governance Systems ....</i>	45
3.3	<i>Bisherige Kodices .....</i>	48
3.3.1	Inhalt bisheriger Kodices .....	49
3.3.2	Akzeptanz und Umsetzung der bisherigen Corporate Governance Richtlinien ....	51
3.4	<i>Deutscher Corporate Governance Kodex .....</i>	55
3.4.1	Entstehung des Deutschen Corporate Governance Kodex .....	55
3.4.2	Inhalt des Deutschen Corporate Governance Kodex .....	58
3.4.3	Gemeinsamkeiten zwischen Deutschem Corporate Governance Kodex und bisherigen Kodices .....	59
3.4.4	Akzeptanz und Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex .....	63
3.4.5	Eigene empirische Untersuchung zur Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex .....	63
3.4.6	Probleme und Defizite des Deutschen Corporate Governance Kodex .....	67
3.4.7	Konsequenzen des Deutschen Corporate Governance Kodex .....	71
3.4.7.1	Rechtliche Konsequenzen .....	71
3.4.7.2	Sanktionen durch den Kapitalmarkt .....	74
3.5	<i>Nutzen aus der Anwendung von Corporate Governance Grundsätzen .....</i>	76
3.6	<i>Zwischenfazit .....</i>	78
3.7	<i>Zukunftstrends in der Corporate Governance Entwicklung .....</i>	79
<b>4</b>	<b>Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex .....</b>	<b>82</b>
4.1	<i>Organisatorische Einbindung von Corporate Governance .....</i>	82
4.1.1	Implementierung von Corporate Governance Grundsätzen .....	83
4.1.2	Personelle Anforderungen durch die Einführung von Corporate Governance Richtlinien .....	85
4.1.2.1	Neue Anforderungen an die Organe der Aktiengesellschaft .....	85
4.1.2.2	Der Corporate Governance Beauftragte .....	87
4.1.2.2.1	Organisatorische Einbettung des Corporate Governance Beauftragten ...	87
4.1.2.2.2	Aufgaben des Corporate Governance Beauftragten .....	89
4.1.3	Umsetzung der Empfehlungen und Anregungen des Kodex .....	90
4.1.3.1	Regelungen bezüglich der Aktionärsrechte, Transparenz, Rechnungslegung und Abschlussprüfung .....	91
4.1.3.2	Regelungen zu Vorstand und Aufsichtsrat .....	93
4.1.4	Durchsetzung von Corporate Governance Grundsätzen .....	97

4.2	<i>Umsetzung des Kodex durch die klassischen Instrumente der Investor Relations ..</i>	100
4.2.1	Die „Entsprechenserklärung“ gemäß § 161 AktG.....	101
4.2.1.1	Veröffentlichung der Entsprechenserklärung .....	102
4.2.1.2	Inhalt der Entsprechenserklärung .....	104
4.2.2	Unternehmensspezifischer Code of Best Practice .....	106
4.2.2.1	Gestaltung eines Code of Best Practice .....	106
4.2.2.2	Inhalt eines Code of Best Practice .....	108
4.2.3	Geschäftsbericht und andere Printmedien .....	110
4.2.4	Hauptversammlung und andere persönliche Maßnahmen.....	114
4.3	<i>Umsetzung des Kodex im Internet .....</i>	117
4.3.1	Idealtypische Unternehmens-Website unter Berücksichtigung der Corporate Governance.....	118
4.3.1.1	Informationen zur Aktie .....	119
4.3.1.2	Informationen über Corporate Governance und Management .....	120
4.3.1.2.1	Corporate Governance Startseite.....	120
4.3.1.2.2	Entsprechenserklärung und Code of Best Practice.....	122
4.3.1.2.3	Organe der Aktiengesellschaft .....	122
4.3.1.2.4	Weitere Informationen zur Corporate Governance .....	126
4.3.1.3	Darstellung von Veröffentlichungen .....	128
4.3.1.4	Integration von Veranstaltungen.....	129
4.3.1.5	Serviceelemente.....	134
4.3.2	Gegenwärtiger Stand der Umsetzung in der Praxis.....	134
4.3.2.1	Ergebnisse vorhandener Untersuchungen.....	135
4.3.2.2	Eigene empirische Analyse der Unternehmens-Websites .....	136
4.4	<i>Entstehende Kosten durch die Verbesserung der Corporate Governance .....</i>	137
<b>5</b>	<b>Zusammenfassung und Ausblick .....</b>	<b>140</b>
	<b>Anhang A: Deutscher Corporate Governance Kodex .....</b>	<b>143</b>
	<b>Anhang B: Untersuchungsdesigns.....</b>	<b>157</b>
	<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>162</b>
	<b>Erklärung.....</b>	<b>178</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Ziele der Investor Relations .....	20
Abbildung 2: Zielgruppen der Investor Relations .....	23
Abbildung 3: Angelsächsisches Managementsystem .....	34
Abbildung 4: Deutsches Managementsystem .....	38
Abbildung 5: Chronologie der Corporate Governance Entwicklung in Deutschland .....	48
Abbildung 6: Zusammenhang zwischen Baums-Kommission, TransPuG und Kodex .....	56
Abbildung 7: Mitglieder der Corporate Governance Kommissionen .....	60
Abbildung 8: Antwortverhalten der befragten Unternehmen .....	64
Abbildung 9: Antwortverhalten der befragten Unternehmen nach Marktsegmenten .....	64
Abbildung 10: (Geplante) Umsetzung des Kodex .....	65
Abbildung 11: Existenz eines unternehmensspezifischen Code of Best Practice .....	66
Abbildung 12: Zuweisung der Verantwortung für die Einhaltung von Corporate Governance Grundsätzen an einen Compliance Officer .....	67
Abbildung 13: Corporate Governance Startseite IXOS AG .....	121
Abbildung 14: Darstellung der Corporate Governance Struktur in einer Grafik am Beispiel der SAP AG .....	123
Abbildung 15: Informationen zum Vorstand in der Corporate Governance Rubrik der ThyssenKrupp Website .....	124
Abbildung 16: Corporate Governance Internetseite der BHW Holding AG mit Angaben zu den Organbezügen .....	125
Abbildung 17: Angaben zum Risikomanagementsystem auf den Corporate Governance Internetseiten der GEHE AG .....	127
Abbildung 18: Informationen zur Hauptversammlung auf der Homepage der Beru AG .....	131
Abbildung 19: Audio- und Videoaufzeichnungen von Veranstaltungen auf der Website der DaimlerChrysler AG .....	133
Abbildung 20: Vorhandensein von Informationen über Corporate Governance .....	136

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Maßnahmen der Investor Relations .....	27
Tabelle 2: Befragte Unternehmen bezüglich der Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex .....	157
Tabelle 3: Untersuchte Unternehmens-Websites in Bezug auf Angaben zur Corporate Governance .....	160

## Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BAFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BörsG	Börsengesetz
CACG	Commonwealth Association for Corporate Governance
CBP	Code of Best Practice
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CEO	Chief Executive Officer
CEPS	Centre for European Policy Studies
CG	Corporate Governance
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DCGKK	Deutsche Corporate Governance Kodex-Konferenz
DRSC	Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee e.V.
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
ECGI	European Corporate Governance Institute
EGAktG	Einführungsgesetz zum Aktiengesetz
Euro-Stoxx	Dow Jones Euro Stock Exchange Index
GCCG	German Code of Corporate Governance
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HV	Hauptversammlung
IAS	International Accounting Standards
ICGN	International Corporate Governance Network

---

IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer Deutschland e.V.
IPO	Initial Public Offering
IR	Investor Relations
IRRC	Investor Responsibility Research Center
KapAEG	Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
MDAX	Mid Cap DAX
NIRI	National Investor Relations Institute
NaStraG	Gesetz zur Namensaktie und Erleichterung der Stimmrechtsausübung
NEMAX	Kurs- und Performanceindex der Wachstumswerte
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
SDAX	die 50 größten SMAX-Werte
SEC	Securities and Exchange Commission
SMAX	Small Cap DAX
TIAA-CREF	Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equity Fund
TransPuG	Transparenz- und Publizitätsgesetz
US-GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz

## Vorwort

Das Jahr 2002 war und ist geprägt von wirtschaftlichem Abschwung und Unternehmenskonkursen. Einhergehend damit trat die Diskussion um Corporate Governance vermehrt in den Vordergrund – die Frage, wie Skandale verhindert werden können, die aus schlechter Führung und Kontrolle resultieren, wird immer wichtiger.

So kam die Veröffentlichung des Deutschen Corporate Governance Kodex aus Kapitalmarktsicht genau zum richtigen Zeitpunkt; aus Sicht so mancher Aktiengesellschaft jedoch kam sie zu schnell. Denn zur Umsetzung der Empfehlungen dieses Regelwerks sind einige Vorbereitungen notwendig, die nicht alle rechtzeitig bis Ende dieses Jahres durchgeführt werden können.

Unter der kompetenten Anleitung der Mitarbeiter der „Wolff & Häcker Finanzconsulting AG“, die mir die Möglichkeit gaben, praktische Erfahrungen im Bereich der Investor Relations Beratung zu sammeln, entstand ein umfassendes Werk, das den Kodex der Cromme-Kommission in einen größeren Kontext stellt. Mein Betreuer Dr. Hendrik Wolff stieß mich zusammen mit Prof. Dr. Helmut Wittenzellner auf dieses interessante Thema und stand auch während meiner praktischen Tätigkeit in seinem Unternehmen mit fachkundigen Ratschlägen zur Seite. Ebenso Mirko Häcker und Daniel Fard-Yazdani, die mich mit ihrer konstruktiven Kritik immer wieder in die richtige Richtung lenkten.

Besonderer Dank gilt meinen Eltern, die mir stets die notwendige Ruhe zum Schreiben einer wissenschaftlichen Arbeit ermöglichten, wie auch meinem Freund Timo, der als moralischer Stabilisator unverzichtbar war. Nicht zu vergessen meine Schwester Silke, ohne deren Hilfe ich möglicherweise den Weg zu „whf“ gar nicht erst gefunden hätte.

# 1 Einleitung

## 1.1 Problemstellung und Ziel

Corporate Governance (CG), laut von Rosen als „verantwortliche, auf langfristige Wertschöpfung ausgerichtete Unternehmensleitung und –kontrolle“<sup>1</sup> definierbar, nahm ihren Ursprung im angloamerikanischen Raum. Dort wird bereits seit einem Jahrzehnt über die Möglichkeiten der internen und externen Kontrolle der Unternehmensführung debattiert. Bedeutende Fondsgesellschaften wie etwa CalPERS, einer der weltgrößten Pensionsfonds, entwarfen schon 1997 eigene Corporate Governance Richtlinien, ohne deren Einhaltung ein Unternehmen als Investitionsobjekt nicht in Frage kommt<sup>2</sup>. Auch in europäischen Staaten existieren länderspezifische Grundsätze, so genannte „Codes of Best Practice“, an welche sich die Unternehmen mehr oder weniger verbindlich halten müssen.

Nachdem Dürr schon 1995 in seinem Buch über Investor Relations erahnt hatte, dass sich institutionelle Investoren auch hierzulande verstärkt in die Unternehmenskontrolle einmischen werden<sup>3</sup>, fand die Diskussion um Corporate Governance in der Öffentlichkeit tatsächlich in den letzten Jahren immer größere Beachtung. Spektakuläre Unternehmenskrisen und –konkurse, die zumindest zum Teil auf Versagen des Managements zurückzuführen sind, haben die Sensibilität für dieses Thema geweckt.

Nachdem bereits verschiedene private Initiativen Corporate Governance Grundsätze veröffentlicht hatten, nahm die Bundesregierung dieses Thema im Jahr 2000 auf ihre Agenda. Die Bemühungen mündeten in der Veröffentlichung eines Deutschen Corporate Governance Kodex („Kodex“) durch die so genannte Cromme-Kommission im Februar 2002.

Da die Notwendigkeit zur Implementierung von Corporate Governance Grundsätzen zumindest von der Politik und von großen Teilen der Wirtschaft inzwischen akzeptiert wird, geht es nun darum, die Möglichkeiten zu beleuchten, die Aktiengesellschaften zur Umsetzung zur Verfügung stehen. Bis zum Beginn dieses Jahres war es noch die Ausnahme, Commitments zur Unternehmenskontrolle im Geschäftsbericht oder gar im Internet zu finden. Dies wird sich spätestens bis Ende 2002 ändern, denn ab diesem Zeitpunkt sind alle börsennotierten Unternehmen verpflichtet, eine Entsprechenserklärung

---

<sup>1</sup> Vgl. von Rosen, R.: Corporate Governance: Eine Bilanz [2001a]

<sup>2</sup> Vgl. BDI / PwC: Corporate Governance in Deutschland [2001], S. 11ff

<sup>3</sup> Vgl. Dürr, M.: Investor Relations : Handbuch für Finanzmarketing und Unternehmenskommunikation [1995], S. 176

abzugeben, in der sie sich zur vollständigen Annahme oder Ablehnung des Kodex verpflichten oder aber Abweichungen von einzelnen Punkten darlegen.

Die Auswirkungen dieser neuen Pflicht beschränken sich keineswegs auf das bloße Unterzeichnen eines kurzen Statements, sondern bedeuten vielmehr die Notwendigkeit einer grundlegenden strategischen Entscheidung über den Stellenwert, welcher der Unternehmenskontrolle beigemessen wird. Vorstand und Aufsichtsrat haben dies unter Abstimmung mit der Investor Relations Abteilung und gegebenenfalls externen Beratern zu erörtern. Ist eine Entscheidung gefallen, müssen Strukturen und Verantwortlichkeiten bestimmt werden, um die Corporate Governance langfristig im Unternehmen zu integrieren. Erst dann ist an die wirkliche Umsetzung, also die Annahme des Cromme-Kodex sowie gegebenenfalls die Formulierung eines unternehmensspezifischen Code of Best Practice zu denken. Um für das Unternehmen den größtmöglichen Nutzen zu realisieren, ist in einem zweiten Schritt die Kommunikation der praktizierten Corporate Governance an die Financial Community und die interessierte Öffentlichkeit vonnöten. Hierzu können sowohl die herkömmlichen Instrumente der Investor Relations, wie auch die neu hinzukommenden genutzt werden. Die zur Verfügung stehenden Möglichkeiten sollen in dieser Arbeit ausführlich erläutert werden.

## 1.2 Vorgehensweise

Das vorliegende Werk sieht den Cromme-Kodex in einem größeren Kontext und will deshalb auch auf die Grundlagen der Diskussion um Unternehmensleitung und -überwachung eingehen. In *Kapitel 2* wird deshalb Basiswissen zur Informationsökonomie, den Investor Relations sowie der Corporate Governance vermittelt. Um Verständnis dafür zu schaffen, inwieweit Vorbilder aus den USA überhaupt auf Deutschland übertragbar sind, wurde ein Vergleich des hiesigen Corporate Governance Systems, insbesondere der Unternehmensverfassung, zum übrigen Kontinentaleuropa wie auch dem angloamerikanischen System vorgenommen.

Die Rahmenbedingungen der spezifisch-deutschen Corporate Governance werden in *Kapitel 3* beleuchtet. Hier geht es nicht nur um gesetzliche Regelungen zur Unternehmensführung und -kontrolle, sondern auch Leitlinien privater Gruppierungen werden beleuchtet. Dieses Vorwissen ist nötig, um den anschließend vorgestellten Deutschen Corporate Governance Kodex mit den bereits existierenden Regelwerken vergleichen und richtig einordnen, sowie seine Schwächen identifizieren zu können. Die Ergebnisse einer eigenen empirischen Befragung zum Stand der Umsetzung werden ebenso dargestellt wie die rechtlichen und kapitalmarktlichen Konsequenzen bei Nichtbefolgen dieser Empfehlungen. Zuletzt wird auf den Nutzen von verbesserten Corporate Governance Strukturen eingegangen, um schließlich ein Zwischenfazit zu ziehen und einen Ausblick auf Zukunftstrends zu geben.

Im *Kapitel 4* geht es um die tatsächliche Umsetzung der Cromme-Regelungen durch die Unternehmen. Dabei wird sowohl der organisatorische Aspekt samt personeller Anforderungen einer optimalen Implementierung, wie auch die Möglichkeiten zur Kommunikation von CG-Richtlinien betrachtet. Neben Anregungen zur Nutzung klassischer Medien werden vor allem Vorschläge zur benutzerfreundlichen Gestaltung der Investor Relations-Internetseiten unter Berücksichtigung der Corporate Governance gegeben. Anschließend wird der derzeitige Stand im WWW analysiert, bevor auf die Kosten eingegangen wird, die mit einer Verbesserung der Corporate Governance einhergehen.

Im letzten Abschnitt, dem *Kapitel 5*, wird ein Fazit aus den bisherigen Erkenntnissen gezogen und ein Ausblick auf zukünftig zu erwartende Entwicklungen gegeben.

## 2 Grundlagen und Begriffsdefinitionen

### 2.1 Informationsökonomie

Bevor in die Thematik der Investor Relations und der Corporate Governance eingestiegen wird, sollen die Grundlagen der Informationsökonomie kurz erläutert werden.

Hierbei ist zunächst das Principal-Agent-Dilemma zu nennen. Es beschreibt die Problematik, die durch die Trennung von Besitz und Leitung bei Aktiengesellschaften entsteht. So tragen die Aktionäre zwar das Unternehmensrisiko, müssen aber die Führung dem Management überlassen. In diesem Kontext sind die asymmetrischen Informationsverhältnisse, die zwischen dem Investor und der Unternehmensführung bestehen, zu beachten. So werden dem Management in der Regel immer mehr Informationen über das Unternehmen zur Verfügung stehen als dem Aktionär, was diesem eine gewisse Unmündigkeit verleiht.

#### 2.1.1 Principal-Agent-Theorie

Die Principal-Agent-Theorie wird im Rahmen der Informationsökonomie oftmals zugrunde gelegt, um das Beziehungsverhältnis zwischen Management (= Agent) und Aktionär (= Principal) zu beschreiben. Nassauer umschreibt den Sachverhalt folgendermaßen: „Eine Person(engruppe) delegiert die Durchführung bestimmter Aufgaben an eine andere Person(engruppe) die hierzu besser befähigt ist als der (die) Auftraggeber“<sup>4</sup>. Merkmale dieser Beziehung bestehen darin, dass zwar die Folgen der Handlung des Agent die Wohlfahrt beider Parteien beeinflussen<sup>5</sup>, aber zwischen beiden Gruppen Interessenunterschiede vorherrschen. So verfolgt der Agent das Ziel, die Ressourcen des Principals an sich zu binden („Consumption on the Job“) als auch seinen Arbeitseinsatz so gering wie irgend möglich zu halten („Shirking“)<sup>6</sup>.

Ein wichtiger Aspekt dieser Theorie besteht in den asymmetrischen Informationsverhältnissen, deren Nachteil der Principal zu tragen hat. So kann der Principal das Verhalten des Agenten nicht, zumindest nicht kostenlos, beobachten, was zu dem Versuch führt, einen Vertrag mit dem Agenten abzuschließen, der diesem möglichst wenig Freiraum für opportunistisches Handeln lässt, also seinen diskretionären Handlungsspiel-

---

<sup>4</sup> Nassauer, F.: Corporate Governance und die Internationalisierung von Unternehmungen [2000], S. 9

<sup>5</sup> Vgl. Siersleben, K.: Investor-Relations-Management : unter besonderer Berücksichtigung deutscher Großbanken [1999], S. 36

<sup>6</sup> Vgl. Nassauer, F. [2000], S. 9

raum einengt<sup>7</sup>. Beim Aushandeln dieses Vertrags fallen jedoch Transaktionskosten an, die letztendlich der Principal zu tragen hat. Somit wird dieser versuchen, die so genannten Agency-Kosten, die in diesem Kontext als Maß der Effizienz der Vertragsgestaltung gesehen werden können<sup>8</sup>, möglichst gering zu halten. Im Detail entstehen diese Kosten aus der Definition von Verhaltensbeschränkungen, Gewährung von Anreizen für den Agenten und Durchführung von Kontrollen. Zudem kommen die Kosten hinzu, die durch die Anstrengungen anfallen, die der Agent in Kauf nimmt, um den Wohlfahrtsverlust des Principals zu verschleiern. Diese resultieren aus der Differenz zwischen der getroffenen Entscheidung des Agenten und der Entscheidung, die im Sinne der Anteilseigner bei symmetrischer Informationsverteilung optimal wäre<sup>9</sup>.

Da ein solches Modell die Zusammenhänge vereinfacht darstellt, um eine gemeinsame Grundlage zu schaffen, treten bei der Umsetzung der Principal-Agent-Theorie Schwierigkeiten auf. Problematisch ist zum einen die quantitative Bestimmung der Agency-Kosten<sup>10</sup>, andererseits kritisiert Nippa das Grundgerüst des Modells, nämlich die Annahme, dass alle Aktionäre sowie das Unternehmen gleiche Interessen verfolgen. Durch diesen Sachverhalt kann ein permanent gegensätzliches Interesse des Managers erst entstehen; würden die Stakeholder hingegen mehrere verschiedene Ziele verfolgen wäre zumindest eine teilweise Deckung mit den Manager-Interessen denkbar. Hier stellt sich aber die Frage, ob das Interesse der Aktionäre wirklich mit dem aller Stakeholder gleichgesetzt werden kann. Des weiteren argumentiert er, dass Agenten oftmals zugleich auch Principals des Unternehmens sind<sup>11</sup>. Beide Argumente haben ihre Berechtigung, doch muss die These der Beteiligung der Agenten differenzierter gesehen werden. Während dies bei kleinen, beispielsweise Familienunternehmen, oft der Realität entspricht, trifft die Aussage bei großen, etwa DAX-Unternehmen nur sehr begrenzt oder gar nicht zu.

### 2.1.2 Asymmetrische Informationsverhältnisse

Ausgehend von der modernen Kapitalmarkttheorie sind zwei Aspekte bezüglich der Informationsverarbeitung am Kapitalmarkt zu beachten. Falls Aktienkurse auf Informationen reagieren, also ein Informationsgehalt gegeben ist, muss untersucht werden, wie

---

<sup>7</sup> Vgl. Siersleben, K. [1999], S. 36

<sup>8</sup> Vgl. Wolff, U.: Beteiligungsbesitz und Corporate Governance: Eine Effizienzanalyse institutioneller Finanzierungsbeziehungen [2000], S. 22

<sup>9</sup> Vgl. Nassauer, F. [2000], S. 56f

<sup>10</sup> Vgl. ebenda

<sup>11</sup> Vgl. Nippa, M.: Alternative Konzepte für eine effiziente Corporate Governance – Von Trugbildern, Machtansprüchen und vernachlässigten Ideen [2002], S. 13f

schnell dies geschieht („Informationseffizienz“). Hierbei werden nach den zugrunde liegenden Voraussetzungen drei Arten unterschieden:<sup>12</sup>

- *Schwach*, d.h. es sind lediglich historische Informationen in den gegenwärtigen Aktienkursen enthalten.
- *Halbstreng*, d.h. zusätzlich zu den historischen sind alle öffentlich zugänglichen Informationen bereits in den aktuellen Kursen abgebildet. In diesem Fall können lediglich Insiderinformationen zu Realisierung von Kursgewinnen eingesetzt werden.
- *Streng*, d.h. nicht nur die öffentlichen, sondern auch die nicht öffentlich zugänglichen Informationen sind bereits in den gegenwärtigen Kursen enthalten. Kursgewinne aufgrund von Informationen sind nicht mehr möglich.

Als Voraussetzungen für die strenge Informationseffizienz müssen allerdings vollkommene Markttransparenz, vollkommener Informationsstand aller Marktteilnehmer, unendlich schnelle Anpassungsgeschwindigkeit des Kurses und gleiche Informationsauswertung durch alle Teilnehmer gegeben sein, was in der Praxis nie der Fall sein wird. Vielmehr verfügt das Management des Unternehmens über wesentlich mehr Informationen betreffend der wirtschaftlichen und finanziellen Lage des Unternehmens als die Aktionäre, es besteht also eine Informationsasymmetrie, die in zwei Arten unterschieden wird:<sup>13</sup>

- Die vorvertragliche Informationsasymmetrie wird als „*hidden information*“ bezeichnet und drückt aus, dass dem Principal vor dem Kauf seiner Aktien keine Informationen über die charakteristischen Eigenschaften des Agenten, sowie über die genaue Ertragslage und Aussichten des Unternehmens zur Verfügung stehen.
- „*Hidden action*“ hingegen, die nachvertragliche Informationsasymmetrie, beschreibt die mangelnde Beobachtbarkeit der Aktivitäten des Agenten durch den Aktionär. Hierbei ist zu beachten, dass die Unternehmensleitung eher weniger zu leisten bereit sein wird, während sich der Principal eine hohe Leistungsbereitschaft wünscht.

Die beschriebenen asymmetrischen Informationsverhältnisse können grundsätzlich durch zwei verschiedene Ansätze gemindert werden. Die für den Principal aufwändigere und deshalb seltener angewandte Methode besteht im Versuch des Principals, die Asymmetrien selbst abzubauen, „*Self selection*“ genannt<sup>14</sup>. Hierbei nimmt der Investor Anstrengungen auf sich, um Informationen über die Geschäftslage zu beschaffen, was sich aufgrund eines hohen Zeitanspruchs sowie eines zumeist vorliegenden Mangels an betriebswirtschaftlichem Grundwissen schlecht realisieren lässt.

---

<sup>12</sup> Vgl. Täubert, A.: Unternehmenspublizität und Investor Relations : Analyse von Auswirkungen der Medienberichterstattung auf Aktienkurse [1998], S. 12f

<sup>13</sup> Vgl. Siersleben, K. [1999], S. 113

<sup>14</sup> Vgl. ebenda, S. 118f

Die gängigere Art ist das „*Signalling*“, das ausgehend vom Unternehmen durch verschiedene Instrumente versucht, ein Gleichgewicht der Informationsverteilung zu erreichen. Als gängigstes Beispiel kann hier der Geschäftsbericht sowie unterjährige Berichterstattung angeführt werden, die über die gesetzlich vorgeschriebenen Angaben hinausgeht<sup>15</sup>. Hierbei steht oftmals der „*Moral Hazard*“ im Wege, nämlich der Umstand, dass das Management aus Eigennutz keine oder falsche Informationen herausgeben will<sup>16</sup>. Ist dieses Problem jedoch überwunden, stehen dem Agenten mehrere Methoden zum Abbau der Informationsasymmetrien zur Verfügung.

Der Investor Relations Arbeit kommt in diesem Kontext eine wichtige Bedeutung zu. Sie soll als Quasi-Signalling Reputationen und Vertrauensbeziehungen aufbauen<sup>17</sup>. Besonders Corporate Governance Richtlinien kommen in diesem Kontext zum Tragen, denn aktuelle und potentielle Investoren können die „Qualität“ des Unternehmens aufgrund asymmetrischer Information nur unvollständig einschätzen. Hieraus kann ein Nachteil für besonders gut geführte Unternehmen resultieren, da die Aktionäre nur bereit sind, einen Durchschnittspreis für die Aktie zu bezahlen, der sich aus der Summe aller – gut wie auch schlecht geführten Unternehmen – ergibt<sup>18</sup>. Die Verpflichtung auf Corporate Governance Grundsätze jedoch bewirkt eine hohe Transparenz über die Führungsstrukturen im Unternehmen, wodurch externe Kapitalgeber hohe Qualität identifizieren können, was Ehrhardt und Nowak als „Separating-Gleichgewicht“ bezeichnen<sup>19</sup>.

Aber auch wenn Agenten ihren „*Moral Hazard*“ überwunden haben und bereit sind, über Signallinginstrumente zum Abbau der Informationsasymmetrie beizutragen, sind noch gewisse Hürden auf dem Weg zum Informationsgleichstand zu überwinden. Diese bestehen im Vertrauen, welches dem Agenten von Seiten des Principals entgegengebracht wird. Die Aufgabe des Managements ist es also, Glaubwürdigkeit zu schaffen<sup>20</sup>, sowohl durch die Kommunikation der Investor Relations Abteilung als auch durch externe Stellen. Grundprinzipien in der Finanzkommunikation wie Ehrlichkeit und Erreichbarkeit sorgen für wachsendes Vertrauen seitens aller Stakeholder. Von externer Seite kann hierzu beispielsweise durch Prüfung und Zertifizierung durch Intermediäre beigetragen werden. Denkbar sind Listing-Standards der Wertpapierbörsen, Prüfung von Jahres- bzw. Konzernabschluss durch Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, Zertifi-

---

<sup>15</sup> Ein Zeichen der Bereitschaft des Unternehmens zur Transparenz sind etwa ausführliche Tabellen mit Kennzahlen, die von Analysten zur Bewertung herangezogen werden.

<sup>16</sup> Vgl. Täubert, A. [1998], S. 14

<sup>17</sup> Vgl. Siersleben, K. [1999], S. 127

<sup>18</sup> Vgl. Pellens, B. et al.: Umsetzung von Corporate-Governance-Richtlinien in der Praxis – Eine empirische Analyse der DAX 100-Unternehmen [2001], S. 1243f

<sup>19</sup> Vgl. Ehrhardt, O. / Nowak, E.: Die Durchsetzung von Corporate-Governance-Regeln [2002], S. 338

<sup>20</sup> Vgl. Siersleben, K. [1999], S. 119

zierung von Prospekten durch Investmentbanken und Legal Due Dilligence<sup>21</sup> durch Anwaltskanzleien<sup>22</sup>.

## 2.2 Investor Relations

### 2.2.1 Definition von Investor Relations

Der Begriff „Investor Relations“ (IR), zu deutsch auch als „Finanzkommunikation“ bezeichnet, ist noch nicht sehr lange in Deutschland verbreitet. Erst in den 90er Jahren fand er mit dem gleichzeitigen Zuwachs an börsennotierten Unternehmen und dem Einzug des Shareholder Value Ansatzes Einzug in deutsche Aktiengesellschaften. Anders ist dies im angloamerikanischen Raum, wo IR auf eine fast 50-jährige Geschichte zurückblicken kann. Dort definierte General Electric bereits 1953 ein speziell auf private Investoren zugeschnittenes Kommunikationsprogramm und verwendete hierfür den Titel „Investor Relations“<sup>23</sup>. In der neueren Literatur gibt es sehr viele Definitionen für die Finanzkommunikation, wobei manche näher beim Marketing, andere näher bei der Kommunikationswissenschaft angesiedelt sind. Eine recht zutreffende Definition liefert der Deutsche Investor Relations Kreis (DIRK), der unter der IR die „zielgerichtete, systematische und kontinuierliche Kommunikation mit tatsächlichen und potenziellen Anteilseignern sowie mit Finanzanalysten und Anlageberatern“<sup>24</sup> versteht. Allerdings ist hier der große Bereich der (Wirtschafts-) Presse außen vorgelassen, der aus einer umfassenden Investor Relations nicht wegzudenken ist.

Das US-amerikanische National Investor Relations Institute (NIRI) siedelt die Bedeutung der Finanzkommunikation weiter oben an, indem es die Investor Relations als “strategic management responsibility using the disciplines of finance, communication and marketing to manage the content and flow of company information to financial and other constituencies to maximize relative valuation”<sup>25</sup> definiert. Bezüglich der Ansatzebene schließt sich Dürr dieser Meinung an, jedoch legt er mehr Wert auf die Betonung des Kapitalmarkts, wenn er unter IR die Unterstützung des Managements versteht, „um effektiv und effizient Kapital im Primärmarkt, also im Kapitalmarkt in der Zukunft, zu generieren und die Stellung auch im Sekundärmarkt, also in der Gegenwart, zu halten“<sup>26</sup>. Mindermann bringt zusätzlich den Aspekt der unternehmensinternen Funktion

---

<sup>21</sup> Bei einer Due Dilligence werden Unternehmensdaten von einem unabhängigen Institut erhoben, analysiert und geprüft. Besondere Bedeutung kommt diesem Vorgang in der IPO-Phase, also beim Börsengang, zu.

<sup>22</sup> Vgl. Ehrhardt, O. / Nowak, E. [2002], S. 338

<sup>23</sup> Vgl. Kirchhoff, K. R.: Die Grundlagen der Investor Relations [2000], S. 23

<sup>24</sup> Vgl. DIRK: Definition der Investor Relations [2002]

<sup>25</sup> NIRI: About NIRI – Definition of Investor Relations [2002]

<sup>26</sup> Dürr, M. [1995], S. 1

der Finanzkommunikation ein, indem er darauf hinweist, dass IR den „internen Zielgruppen im Sinne kapitalmarktorientierten Denkens und Handelns die Erwartungen der externen Zielgruppen als wichtige Entscheidungsgrundlage für die Unternehmensführung vermitteln“<sup>27</sup>.

## 2.2.2 Ziele von Investor Relations

Die folgende Grafik verdeutlicht die Ziele der IR-Arbeit, die im Anschluss erläutert werden.

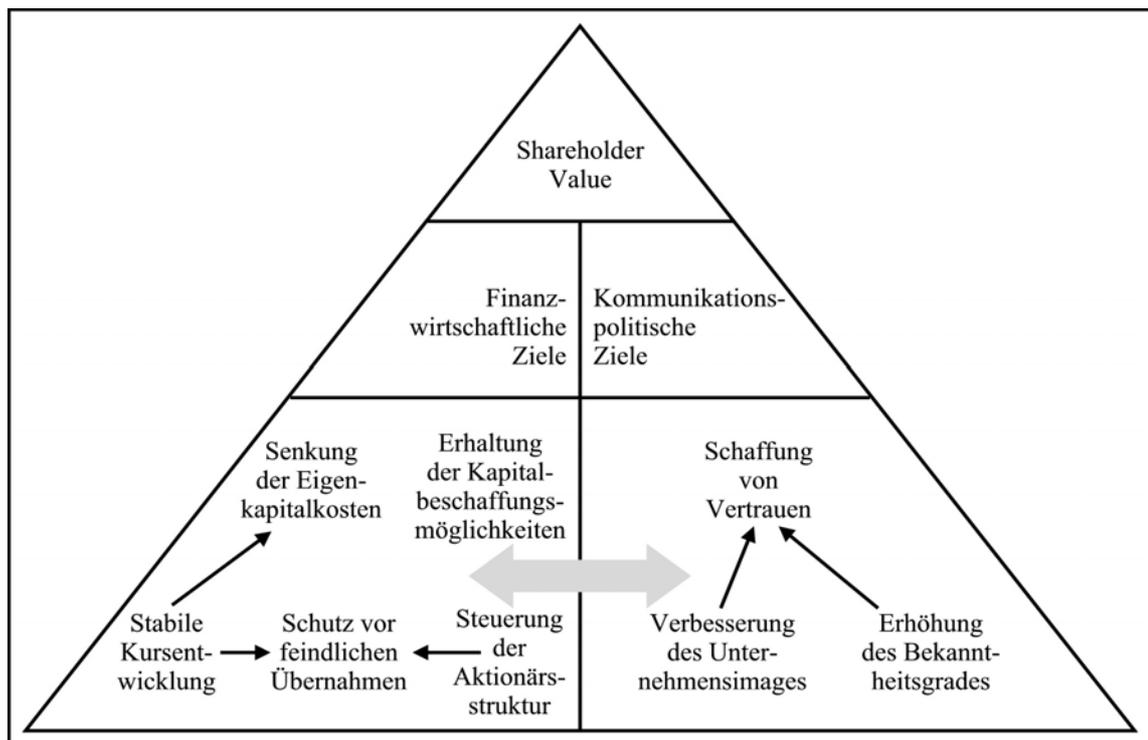


Abbildung 1: Ziele der Investor Relations<sup>28</sup>

Als Oberziel kann die Generierung von Shareholder Value gelten, also eine nachhaltige Unternehmensbewertung, die fair sowohl das gegenwärtige Geschäft wie auch die zukünftigen Wachstumsmöglichkeiten reflektiert<sup>29</sup>. Obwohl der Shareholder Value Gedanke in den letzten Jahren zu großen Teilen in die Führungsetagen deutscher Aktiengesellschaften Einzug gehalten hat, wird er – teilweise zu Recht – immer wieder kritisiert. Der Konflikt zwischen dem relativ kurzfristigen Gewinnhorizont der Aktionäre gegenüber langfristigen Investitionsvorhaben des Managements wird immer wieder als negativer Faktor angeführt. Einhergehend damit wird auch die Vernachlässigung ande-

<sup>27</sup> Mindermann, H.-H.: Investor Relations – eine Definition [2000], S. 27

<sup>28</sup> Teilweise in Anlehnung an Täubert, A. [1998], S. 42

<sup>29</sup> Vgl. Dürr, M. [1995], S. 2

rer Stakeholder kritisiert, wie beispielsweise der Arbeitnehmer<sup>30</sup>. Ebenfalls problematisch ist in diesem Zusammenhang die tatsächliche Auswirkung der Wertsteigerung auf den Börsenkurs, denn empirische Untersuchungen haben ergeben, dass der deutsche Kapitalmarkt nicht einmal mittelstreng informationseffizient ist<sup>31</sup>.

Festzustellen ist bezüglich kritischer Stimmen zum Shareholder Value Konzept aber, dass die Literatur des öfteren kurzerhand die Börsenkapitalisierung mit dem Shareholder Value gleichsetzt<sup>32</sup>, was so nicht korrekt ist. Vielmehr geht es um komplexe mathematische Berechnungsschemen wie etwa die Discounted Cash Flow-Methode, bei der die zukünftig erwarteten Free Cash Flows berechnet und mit den Kapitalkosten abdiskontiert werden<sup>33</sup>.

Weiterhin empfiehlt Täubert in ihrem Ansatz die teilöffentlichkeitsorientierte Kommunikationspolitik, die einerseits finanzwirtschaftliche und andererseits kommunikationspolitische Ziele verfolgt<sup>34</sup>. Als finanzwirtschaftliches Ziel ist als erstes die Verringerung der Eigenkapitalkosten zu nennen, denn die Bedienungslast mit Dividenden und Steuern ist umso geringer, je höher der Emissionskurs notiert. Hiermit geht die Erhaltung der Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten einher, die durch eine langfristige und kontinuierliche Steigerung des Aktionärsvermögens über laufende Dividendenzahlungen und Kursgewinne gesichert wird. Ein wichtiger Aspekt ist die Stabilität der Kursentwicklung, denn eine geringe Volatilität der Aktie führt zu größerer Sicherheit seitens der Investoren. Gerade in diesem Kontext spielt die Verbreiterung des Aktionärskreises eine wichtige Rolle, denn eine breite Streuung trägt in der Regel zu geringeren Kursschwankungen bei. Zuletzt ist der Schutz vor feindlichen Übernahmen zu nennen, den ein stabiler und angemessener Börsenkurs bietet.

Den Wert des „Corporate Brand“<sup>35</sup> zu steigern ist unter kommunikationspolitischen Aspekten als Oberziel anzusehen. Hierzu gehört neben der Erhöhung des Bekanntheitsgrades, der zur Akquirierung neuer Investoren, Kunden und Mitarbeiter dient<sup>36</sup>, auch die Verbesserung des Unternehmensimages, das eine festere Bindung der Aktionäre und

---

<sup>30</sup> Vgl. Nassauer, F. [2000], S. 245

<sup>31</sup> Vgl. Witt, P.: Corporate Governance im Wandel - Auswirkungen des Systemwettbewerbs auf deutsche Aktiengesellschaften [2000], S. 160

<sup>32</sup> Vgl. Zitat von Hermann Franz, ehemaliger Aufsichtsratsvorsitzender von Siemens, in Nassauer, F. [2000], S. 245

<sup>33</sup> Im Rahmen dieser Arbeit soll nicht weiter auf die Berechnungsmethoden für den Shareholder Value eingegangen werden, denn hierzu existiert Fachliteratur in großen Mengen. Speziell im Bezug auf die Investor Relations sei hier auf das Werk von Faltz verwiesen. Vgl. Faltz, F.: Investor Relations und Shareholder Value [1999]

<sup>34</sup> Vgl. Täubert, A. [1998], S. 42

<sup>35</sup> Vgl. Will, M. /Wolters, A.-L.: Finanzkommunikation im Internet [2001], S. 50

<sup>36</sup> Vgl. Kiss, P.: Investor Relations im Internet – Demokratisierung der Aktionärsinformation [2002], S. 194

Abnehmer bewirken soll<sup>37</sup>. Abschließend ist die Schaffung von Vertrauen zu nennen, die von Rosen besonders in schwierigen Verhältnissen als wichtig erachtet, denn für ihn lautet das Ziel der Investor Relations „so großes Vertrauen des Anlegers zu erreichen, dass er auch in schlechten Zeiten von ‚seinem‘ Unternehmen überzeugt bleiben kann“<sup>38</sup>.

Zur Erreichung der oben genannten Ziele gilt es, gewisse Grundsätze einzuhalten, die für die gesamte Unternehmenskommunikation von Bedeutung sind. Beachtet werden muss die unterschiedliche Fähigkeit zur Informationsverarbeitung durch voneinander abzugrenzende Teilöffentlichkeiten (Grundsatz der Teilöffentlichkeit). So verfügt ein privater Investor in der Regel über weniger Basiswissen als ein institutioneller Anleger. Weiterhin sollen nur solche Informationen verbreitet werden, die von tatsächlicher Bedeutung für die Investoren sind (Grundsatz der Wesentlichkeit), wichtig ist hierbei die Kontinuität (Grundsatz der Stetigkeit) sowie die gleichberechtigte Informationsversorgung (Grundsatz der Gleichbehandlung). Zuletzt ist der Grundsatz der Glaubwürdigkeit zu nennen, wobei die Regel gilt: „Say no more in good times about good news than you would be willing to say in bad times about bad news“<sup>39</sup>.

### 2.2.3 Zielgruppen von Investor Relations

Die Investor Relations Arbeit richtet sich an eine Vielzahl von Zielgruppen, wobei in der ersten Stufe eine Unterscheidung von internen und externen Adressaten vorgenommen werden kann. Während die interne Zielgruppe lediglich aus den Mitarbeitern besteht, gehören zu der externen Gruppe Kapitalgeber und Intermediäre auf der Eigenkapital- und Fremdkapitalseite. Die untenstehende Abbildung verdeutlicht die Zuordnung der Adressaten aus Sicht der börsennotierten Aktiengesellschaft. Die einzelnen Gruppierungen werden im Anschluss näher erläutert.

Zunächst soll die in dieser Arbeit zugrunde gelegte Definition des Begriffs „Financial Community“ erläutert werden, da hierfür unterschiedliche Definitionen in der Literatur existieren. Die weiteste Begriffsbestimmung versteht unter der Financial Community Analysten, Emissionshäuser, Anlageberater, Banken, Broker, Investmenthäuser, wissenschaftliche Institute und Ratingagenturen<sup>40</sup>. Reduzierte Ansätze zählen nur Investoren und Analysten sowie teilweise Wirtschaftsjournalisten und Privatanleger dazu<sup>41</sup>. Ausgehend von der immer wieder betonten Wichtigkeit der institutionellen Investoren und Analysten geht der vorliegende Beitrag jedoch von der noch engeren Bestimmung aus, die nur die beiden letztgenannten Zielgruppen zur Financial Community zählt.

---

<sup>37</sup> Vgl. Dürr, M. (1995), S. 2

<sup>38</sup> Von Rosen, R.: Die Informationspolitik muss überzeugen [2001b], S. B1

<sup>39</sup> Täubert, A. [1998], S. 41

<sup>40</sup> Vgl. Hansen, J. R.: Professionelles Investor-Relations-Management [2000], S. 28

<sup>41</sup> Vgl. Schumacher, C. et al.: Investor-relations-Management und Ad-hoc-Publizität: so erfüllen Sie die gesetzlichen Vorgaben und die Forderungen der Kapitalanleger [2001], S. 37ff

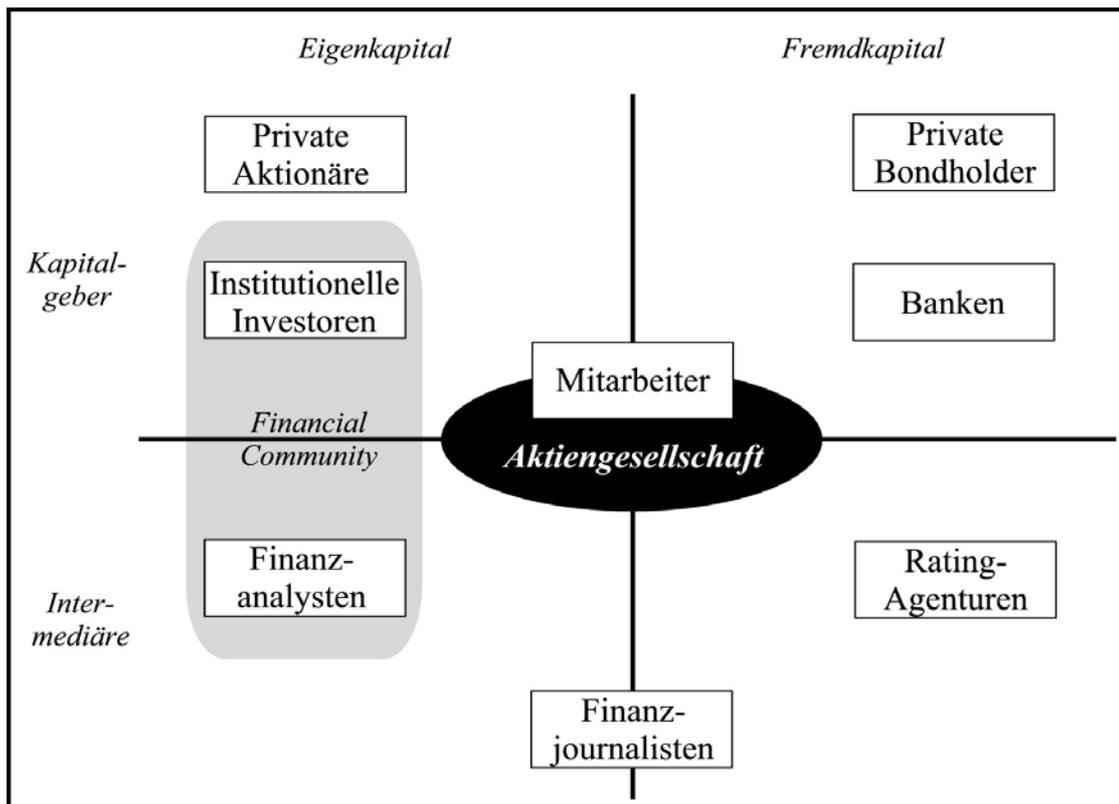


Abbildung 2: Zielgruppen der Investor Relations<sup>42</sup>

a) Die Kennzeichen der *institutionellen Investoren* als besonders wichtige Zielgruppe bestehen im starken Performancedruck einerseits und einer größeren Flexibilität in der Wahl der Kapitalanlage andererseits<sup>43</sup>. Ebenfalls zu berücksichtigen sind die zahlreichen gesetzlichen und eigenen Anlagerichtlinien, denen institutionelle Anleger unterworfen sind. Innerhalb der Zielgruppe können als wichtigste Adressaten die Manager von Spezial- und Publikumsfonds genannt werden, vor allem die Fonds aus angelsächsischen Ländern nehmen eine bedeutende Stellung am Kapitalmarkt ein<sup>44</sup>. Von hoher Entscheidungsrelevanz bei Investments sind „hard facts“ wie die Equity Story<sup>45</sup> und Finanzkennzahlen, jedoch spielen auch weiche Faktoren wie die Qualität des Managements eine große Rolle<sup>46</sup>. Dieser Meinung ist nicht nur Rolf E. Breuer, ehemaliger Vorstandsvorsitzender der Deutschen Bank AG<sup>47</sup>, sondern auch eine empirische Studie der

<sup>42</sup> Eigene Darstellung

<sup>43</sup> Vgl. Dürr, M. [1995], S. 3

<sup>44</sup> Vgl. Nix, P.: Die Zielgruppen von Investor Relations [2000], S. 38

<sup>45</sup> Vgl. Schumacher, C. et al. [2001], S. 41

<sup>46</sup> Vgl. Humbert, C.: Anforderungen institutioneller Anleger an die Investor Relations [2001], S. 434

<sup>47</sup> Vgl. Breuer, R.-E.: Corporate Governance – der Verantwortung verpflichtet [2001], S. 545

Beratungsunternehmen PricewaterhouseCoopers und Wolff & Häcker Finanzconsulting beweist die hohe Bedeutung von One-on-Ones für die Financial Community<sup>48</sup>.

b) *Finanzanalysten* gehören zu den anspruchvollsten Adressaten der IR, denn häufig wissen sie mehr über das Marktumfeld und die Konkurrenten einer Firma als das Unternehmen selbst<sup>49</sup>. Deshalb legen sie bei ihren Gesprächspartnern großen Wert auf Kompetenz, etwa was die Kenntnis von Finanzkennzahlen und des Business-Modells angeht. Auch ihnen ist es besonders wichtig, persönliche Gespräche mit dem Management zu führen, denn nur hier haben sie Gelegenheit, heikle Fragen zu Bilanz und Strategie zu stellen<sup>50</sup>. So führen 86 % von 285 befragten Analysten aus dem In- und Ausland regelmäßig Einzelgespräche mit der Unternehmensführung. Zu diesem Ergebnis kam eine Studie von Ahrens&Behrent in Zusammenarbeit mit Financial Dynamics aus dem Frühjahr 2002<sup>51</sup> bei der Untersuchung der Investor Relations Arbeit der DAX-30 Unternehmen.

c) Seit dem IPO der Deutschen Telekom konnte eine deutliche Zunahme des Interesses seitens *Privataktionären* an der Aktie festgestellt werden<sup>52</sup>, die allerdings durch das Platzen der Blase am Neuen Markt einen erheblichen Rückschlag erlitten hat. Jedoch stellt sich die Kommunikation mit dieser zahlenmäßig recht umfangreichen Gruppe schwierig dar, denn aufgrund der heute noch üblichen Inhaberaktie sind die Adressaten des Unternehmens weitgehend unbekannt. Die Kontaktpflege zu dieser Zielgruppe ist jedoch besonders wichtig, da kaum eine Anlegergruppe so firmentreu ist wie die Privataktionäre<sup>53</sup>. Zudem ermöglicht eine breite Streuung eine freiere Gestaltung der Geschäftspolitik<sup>54</sup>, da davon ausgegangen werden kann, dass viele Kleinaktionäre weniger Einfluss auf die Entscheidungen des Managements nehmen können als dies einem großen Investor möglich wäre. Entscheidend ist es hier also, einen dauerhaften Kontakt aufzubauen, wobei das Internet eine gute Möglichkeit zur Integration der privaten Anleger bietet<sup>55</sup>.

d) Die eigenen *Mitarbeiter* werden als Zielgruppe von den IR-Abteilungen oft vernachlässigt, was auch das mittelmäßige Abschneiden bei einem Zielgruppen-Prioritäts-

---

<sup>48</sup> Die Untersuchung der Investor Relations Arbeit von Unternehmen am Neuen Markt kommt zu dem Ergebnis, dass jeweils 93 % der befragten Unternehmen sowie institutionelle Investoren und Analysten Einzelgesprächen mit dem Management eine hohe Bedeutung beimessen. Vgl. PwC / whf: Investor Relations und Shareholder Value am Neuen Markt [2001], S. 18

<sup>49</sup> Vgl. Schumacher, C. et al [2001], S. 45

<sup>50</sup> Vgl. Egerer, S.: Anforderungen der Analysten an die IR-Arbeit [2001], S. 408

<sup>51</sup> Vgl. Ahrens&Behrent / Financial Dynamics: Die DAX-30 Analysten Studie [2002]

<sup>52</sup> Vgl. Diehl, U.: Effiziente Kapitalmarktkommunikation [1998], S. 82

<sup>53</sup> Vgl. Schumacher, C. et al. [2001], S. 55

<sup>54</sup> Vgl. Hansen, J. R. [2000], S. 32

<sup>55</sup> Vgl. Hocker, U.: Investor Relations aus Sicht der Privatanleger [2001], S. 460

Ranking für die Finanzkommunikation im aktuellen IR-Monitor zeigt<sup>56</sup>. Offensichtlich wird häufig vergessen, dass die Mitarbeiter nicht nur oftmals direkt als Aktionäre, sondern auch indirekt als Intermediäre dienen, indem sie beispielsweise Familie, Freunde und Bekannte zum Kauf von Aktien animieren<sup>57</sup>. Wichtig bei der Kommunikation mit den eigenen Arbeitnehmern ist Schnelligkeit, denn gerade diese Zielgruppe darf Neuigkeiten nicht erst aus der Presse erfahren<sup>58</sup> – vielmehr muss auf Seiten der Mitarbeiter der Eindruck geweckt werden, schnell und umfassend mit Informationen versorgt zu werden.

e) Aufgrund der schwierigen Lage an den Eigenkapitalmärkten nehmen die deutschen Unternehmen zunehmend die Möglichkeiten der internationalen *Fremdfinanzierung* in Anspruch<sup>59</sup>. So ist hierzulande bereits seit 1999 ein starker Zuwachs bei Neuemissionen von Corporate Bonds zu verzeichnen<sup>60</sup>, weshalb damit gerechnet werden kann, dass sich die deutschen Verhältnisse den in den USA vorherrschenden annähern werden<sup>61</sup>. Die so genannten „Creditor Relations“<sup>62</sup> werden von deutschen IR-Abteilungen jedoch immer noch stiefmütterlich behandelt, obwohl auch durch Basel II vor allem die kleinen und mittleren Unternehmen zunehmend ihre Bonität kommunizieren sollten.

f) Was auf der Eigenkapitalseite die Analysten für die institutionellen Anleger sind, stellen die *Ratingagenturen* für die Fremdkapitalseite dar. Große Häuser wie Standard & Poors oder Moody's sprechen mit ihren Ratings Urteile über die Bonität von Unternehmen aus. Diese können im Ausland als gemeinsame Sprache dienen, im Gegensatz zu Bilanzkennzahlen, welche nicht unbedingt über verschiedene Aktiengesellschaften hinweg vergleichbar sind. Während bei deutschen Unternehmen Ratings erst

---

<sup>56</sup> Laut der dort abgebildeten Ergebnisse stufen lediglich 22 % der befragten IR-Verantwortlichen die eigenen Mitarbeiter als wichtig ein. Hierdurch belegt diese Zielgruppe den fünften von insgesamt zehn Plätzen. Vgl. Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH und GWP media-marketing: Investor Relations-Monitor 2002 [2002], S. 17

<sup>57</sup> Vgl. Täubert, A. [1998], S. 83

<sup>58</sup> Vgl. Sinnhuber, D.: Glasnost und Perestroika im Büro – Mitarbeiter sind eine wichtige IR-Zielgruppe [2001]

<sup>59</sup> Vgl. Berblinger, J.: Die Bedeutung von Ratings für Investor Relations-Ratings als gemeinsame Sprache internationaler Anleiheinvestoren [2001], S. 165

<sup>60</sup> Vgl. Remsperger, H.: BIS Review 90/2001 - Financial market trends in Germany [2001], S. 1

<sup>61</sup> In den USA bezogen im Jahr 2000 63 % der Unternehmen ihre Fremdmittel auf dem Rentenmarkt. Vgl. Finanzplatz e.V.: Corporate Bonds – Der Markt für Unternehmensanleihen in Deutschland [2000], S. 5

<sup>62</sup> Vgl. Klein, J. / Claussen, R.: Fremdkapital – neue Welten für Investor Relations? [2000], S. 151

langsam in den Maßnahmenkatalog<sup>63</sup> aufgenommen werden, verwenden angelsächsische IR-Verantwortliche dieses Instrument schon seit Langem<sup>64</sup>.

g) Viele der Börsenzeitungen und –zeitschriften, die während des Börsenhypes aus dem Boden schossen, sind inzwischen wieder aus der Medienlandschaft verschwunden. Dies verdeutlicht die Schnelllebigkeit der Journalisten-Zunft, weshalb das oberste Gebot hier lautet, Kontakte und Adressdatenbanken zu pflegen. Neben einer „Story“, also einem guten Aufmacher für ihr Medium, erwarten die *Finanzjournalisten* vor allem Verfügbarkeit, Ehrlichkeit und Kompetenz seitens der IR-Abteilung<sup>65</sup>. Bei der Kommunikation mit den Pressevertretern sollte immer im Hinterkopf behalten werden, dass diese vor allem Einfluss auf die Entscheidungen von Privatanlegern ausüben<sup>66</sup>.

#### 2.2.4 Instrumente von Investor Relations

Da die diversen Maßnahmen, deren sich die Investor Relations bedient, in der Fachliteratur ausgiebig beschrieben werden, soll in dieser Arbeit nur ein grober Rahmen für die Einordnung des Instrumentariums gezeichnet werden.

Zuerst ist zu unterscheiden zwischen der Pflicht, d.h. gesetzlich vorgeschriebene Kommunikationsmaßnahmen, und der Kür, in der dem Unternehmen mehr kreativer Spielraum zur Verfügung steht und die Maßnahmen oft nur schwer von denen der Öffentlichkeitsarbeit abzugrenzen sind. Zu betonen ist bezüglich der Kür, dass gewisse Instrumente wie etwa persönliche Gespräche von den Zielgruppen als selbstverständlich angesehen werden, wodurch diese Instrumente zur Quasi-Pflicht werden.

Die folgende Tabelle, in der auch die Trennung zwischen den persönlichen und den unpersönlichen Mitteln berücksichtigt wird, soll einen kurzen Überblick über die denkbaren Maßnahmen geben, ohne näher auf diese einzugehen.

---

<sup>63</sup> Einzelne Unternehmen wie etwa die Deutsche Bank veröffentlichen bereits heute Ratings auf ihrer Firmen-Homepage. Vgl. Deutsche Bank AG: Investor Relations – Konzerninformationen – Ratings [2002]

<sup>64</sup> Vgl. Berblinger, J. [2001], S. 167

<sup>65</sup> Vgl. Gowers, A.: Investor Relations aus Sicht eines Finanzjournalisten [2001], S. 384ff

<sup>66</sup> Vgl. Kirchhoff, K. R. [2001], S. 41

Tabelle 1: Maßnahmen der Investor Relations

	<b>Pflicht</b>	<b>Kür</b>
<b>Persönlich</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hauptversammlung</li> <li>▪ (DVFA-) Analystenkonferenz<sup>67</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ (weitere) Analystenkonferenzen</li> <li>▪ Road Shows</li> <li>▪ Einzel- und Roundtablegespräche</li> <li>▪ Investor Relations Foren/Aktionärs messen</li> <li>▪ Aktionärsclubs</li> <li>▪ Pressekonferenzen</li> <li>▪ Betriebsbesichtigungen</li> </ul>
<b>Unpersönlich</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Geschäftsbericht</li> <li>▪ Zwischenbericht<sup>68</sup></li> <li>▪ Quartalsbericht<sup>69</sup></li> <li>▪ Ad-hoc-Mitteilungen</li> <li>▪ Internet<sup>70</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aktionärsbrief und –zeitschrift</li> <li>▪ Finanz-Werbung</li> <li>▪ Fact Book</li> <li>▪ Pressemitteilung</li> <li>▪ Hotline</li> <li>▪ Videotext</li> </ul>

Eine weitere zu berücksichtigende Unterscheidung liegt in der vergangenheits- und gegenwartsbezogenen versus der auf die Zukunft gerichteten Information<sup>71</sup>. Gut kommuniziert kann vor allem die letztere von besonderem Nutzen für das Unternehmen sein, denn gute IR-Arbeit führt tendenziell zu besseren Prognosen und einer höheren Coverage durch Analysten<sup>72</sup>.

## 2.3 Corporate Governance

### 2.3.1 Definition von Corporate Governance

Grundsätzlich kann der Begriff Corporate Governance mit Unternehmensleitung und -kontrolle übersetzt werden, es existieren jedoch zahlreiche Definitionen dafür, was genau hierunter zu verstehen ist.

Die größere Zahl der Definitionen kann dem *Shareholder-Ansatz* zugeordnet werden, den Nippa auch als „einfachen finanzwirtschaftlichen Ansatz“<sup>73</sup> bezeichnet. Hierbei stehen im Mittelpunkt der Überlegungen die Eigenkapitalgeber auf der einen Seite, das

<sup>67</sup> Diese ist laut Börsenregelwerk nur für Gesellschaften aus dem Neuen Markt vorgeschrieben.

<sup>68</sup> Zwischenberichte sind laut Börsenzulassungsverordnung nur für solche Unternehmen Pflicht, die am Amtlichen Handel notiert sind, für den Geregelteten Markt hingegen sind sie freiwillig.

<sup>69</sup> Das Regelwerk Neuer Markt schreibt seinen Aktiengesellschaften vor, dreimal jährlich einen Quartalsbericht zu veröffentlichen.

<sup>70</sup> Da sowohl das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz als auch der Deutschen Corporate Governance Kodex genaue Angaben zur Verwendung des Internet zur Veröffentlichung von Finanzinformationen machen, wie beispielsweise die Pflicht zur Einstellung der Directors' Dealings auf der firmeneigenen Homepage, avanciert das Internet zum Pflichtinstrument.

<sup>71</sup> Vgl. Diehl, U. [1998], S. 9

<sup>72</sup> Vgl. Bassen, A.: Institutionelle Investoren und Corporate Governance [2002], S. 174f

<sup>73</sup> Nippa, M. [2002], S. 12ff

Management auf der anderen – es wird also die Principal-Agent-Theorie zugrunde gelegt, die bereits beleuchtet wurde. Shleifer und Vishny verfolgen einen ähnlichen Ansatz, erweitern aber den Kreis der Adressaten um die Fremdkapitalgeber<sup>74</sup>.

Eine nicht zu vernachlässigende Rolle spielt der *Stakeholder-Ansatz*, der nicht nur die Anteilseigner, sondern auch andere Anspruchsgruppen wie etwa Arbeitnehmer und Kunden mit einbezieht. Diesen verfolgt Witt, der die Corporate Governance eines Unternehmens „als eine Kombination von teils substitutionalen, teils komplementären, teils marktlichen und teils gesetzlich kodifizierten Instrumenten zur Organisation der Leitung und Kontrolle eines Unternehmens mit dem Ziel, einen dauerhaften Interessenausgleich zwischen den Anspruchsgruppen herzustellen“<sup>75</sup> sieht. Der Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. (BDI) fasst den Begriff weniger weit und definiert Corporate Governance als „Funktionsteilung der Organe Vorstand und Aufsichtsrat sowie deren Beziehung zu Anteilseignern und Stakeholdern“<sup>76</sup>.

Einen ganz anderen Ansatz verfolgt Malik mit seinem so genannten „Corporate Capitalism“, bei dem nicht Shareholder oder Stakeholder im Mittelpunkt des Interesses stehen, sondern das Unternehmen selbst, das auch nicht das Ziel hat, „wertvoll zu sein“, sondern Wettbewerbsfähigkeit und zufriedene Kunden zu schaffen. Als Basis für eine gute Corporate Governance legt er deshalb folgende Fragestellung zugrunde: „Was ist ein starkes, gesundes, lebensfähiges Unternehmen? Und was ist durch das exekutive Top-Management und die Unternehmensaufsicht zu tun, damit ein solches entsteht und erhalten wird?“<sup>77</sup>

### 2.3.2 Ziele von Corporate Governance

Als die vier Grundprinzipien der Corporate Governance nennt der durch den Award des International Corporate Governance Network (ICGN) ausgezeichnete Vorreiter der Unternehmenskontrolle, Sir Adrian Cadbury, „transparency, accountability, fairness and responsibility“<sup>78</sup>. Mit diesen Maximen soll erreicht werden, was Dr. Uwe Schneider, Sprecher der Frankfurter Grundsatzkommission Corporate Governance folgendermaßen formuliert: „Ziel ist, das Vertrauen von gegenwärtigen und künftigen Aktionären, Fremdkapitalgebern, Mitarbeitern, Geschäftspartnern und Öffentlichkeit zu vertiefen.“<sup>79</sup>

---

<sup>74</sup> Vgl. ebenda, S. 7

<sup>75</sup> Witt, P. [2000], S. 159

<sup>76</sup> BDI / PwC [2001], S. 14

<sup>77</sup> Malik, F.: Die Neue Corporate Governance – Richtiges Top-Management – Wirksame Unternehmensaufsicht [2002], S. 26ff

<sup>78</sup> Worldbank: Corporate Governance: A framework for implementation – Overview [1999] S. V

<sup>79</sup> Schneider, U. H.: Corporate Governance und Kapitalmarkt [2001], S. 275

Dies ist besonders vor dem Hintergrund aktueller Unternehmenskrisen wie etwa bei Enron und Worldcom in den USA, aber auch in Deutschland bei Gesellschaften wie Holzmann wichtig. Corporate Governance soll also Schwächen der Unternehmensleitung und -kontrolle sowie der Wirtschaftsprüfung beheben.

Nippa verfolgt noch anspruchsvollere Ziele, nämlich die „’optimale’ Unternehmensführung und Unternehmenssteuerung“, die er erst dann erreicht sieht, wenn folgende Bedingungen erfüllt sind:<sup>80</sup>

- Subjektive Nutzenmaximierung, d.h. die Ziele und Bedürfnisse aller Anspruchs- bzw. Interessengruppen sind umfassend erfüllt.
- Optimale Investitionen, d.h. ökonomischer, also wertsteigernder Einsatz von Ressourcen.
- Optimale Reallokation, d.h. die effiziente und gerechte Verteilung des erwirtschafteten Mehrwerts, bzw. der Investitionsrückflüsse an diverse Anspruchsteller.

Da diese Bedingungen nur bei vollkommener Information erfüllbar sind, ist aber ein Abbau von asymmetrischer Informationsverteilung vonnöten.

### 2.3.3 Instrumente von Corporate Governance

Grundsätzlich gibt es zwei Ansätze zur Sicherung einer Unternehmensleitung und -kontrolle im Sinne der Aktionäre, die in der Regel beide eingesetzt werden. Zum einen spielt hier die externe bzw. *indirekte Kontrolle* durch die disziplinierenden Kräfte des Kapitalmarktes eine Rolle. Hierzu gehört auch der Aspekt der Hostile-Takeovers, die vor allem in den 80er Jahren im angloamerikanischen Raum eine große Rolle spielten. Da davon ausgegangen werden kann, dass nur ein schlecht geführtes Unternehmen als Übernahmekandidat gilt, ist oftmals der erste Schritt nach der Übernahme der Austausch des Managements – laut einer amerikanischen Studie werden 42 % der CEOs ausgetauscht<sup>81</sup>. Hieraus resultieren ex ante Anreize für das Management, gemäß der Zielsetzung der Anteilseigner zu handeln<sup>82</sup>, also die Differenz zwischen dem Unternehmenswert bei optimaler Geschäftsleitung im Sinne der Anteilseigner und dem Wert bei aktueller Geschäftsleitung („residual loss“) so gering wie möglich zu halten<sup>83</sup>.

---

<sup>80</sup> Vgl. Nippa, M. [2002], S. 21f

<sup>81</sup> Vgl. Seifert, W. G.: Vom Nutzen der Ungeduld – ‚Short Termism‘ und die schleichende Krise des deutschen Corporate-Governance-Modells [2002]

<sup>82</sup> Vgl. Wolff, U. [2000], S. 178

<sup>83</sup> Vgl. Schmidt, S. M.: Corporate Governance in deutschen und amerikanischen Aktiengesellschaften [2001], S. 31

Auf der anderen Seite steht die *direkte Kontrolle* durch die residualen Weisungs- und Kontrollrechte der Aktionäre<sup>84</sup> sowie die interne Kontrolle, welche durch die im Unternehmensstatut verankerten Organe bestimmt ist<sup>85</sup>. Diese interne Unternehmensaufsicht ist vor allem deshalb notwendig, weil die Kontrolle durch den Markt stets zu spät kommt. Sie zeigt zwar, dass Fehler gemacht wurden, verhindert aber keine falschen Entscheidungen. Somit kommt dem Kapitalmarkt als Kontrollorgan lediglich eine „nachlaufende Wirkung“ zu<sup>86</sup>.

Da sich die vorliegende Arbeit weniger mit den internen Kontrollmechanismen<sup>87</sup> beschäftigt, sondern vielmehr die Möglichkeiten der Anteilseigner aufzeigen möchte, werden im Folgenden einige Instrumente genannt, die zu einem besseren Interessenausgleich zwischen Eigenkapitalgeber und Unternehmensleitung führen soll. Gemäß der Principal-Agent-Theorie wird hierbei von einer möglichst optimalen Vertragsaushandlung ausgegangen, welche Verhaltensvorschriften wie auch Anreizmechanismen enthalten kann.

*Verhaltensvorschriften* besitzen zwar den positiven Effekt, das opportunistische Handeln des Managers einzuschränken, sind aber mit einigen Nachteilen behaftet. Diese bestehen vor allem in der äußerst schwierigen Gestaltung der Vertragsinhalte. So können diese nicht für alle Entscheidungssituationen spezifiziert werden<sup>88</sup>, abgesehen davon, dass es sich im Nachhinein recht schwierig gestaltet, die Situation zum Zeitpunkt der getroffenen Entscheidung richtig zu beurteilen. Neben den hohen Kosten für die Vertragsausarbeitung wird hierbei auch das Grundprinzip der Principal-Agent-Theorie ausgehebelt, nämlich die Delegation der Aufgaben. Ein weiteres Problem stellt die Informationsasymmetrie dar, die es dem Principal nicht ermöglicht, die Sanktionen, die der Agent nach einer Vertragsverletzung zu tragen hätte, zu kontrollieren. Praktikabler ist hier eine Lösung, die lediglich die Rahmenbedingungen für Handlungen festlegt<sup>89</sup>. Genau an dieser Überlegung knüpft der vorliegende Kodex der Cromme-Kommission an, denn sein Ziel ist vor allem, Transparenz über die Aufgaben und Zuständigkeiten der Organe zu schaffen. Ein weiterer Ansatz stellt die im angelsächsischen Gebiet verbreitete Vorgehensweise dar, bei der externe Berater die Leitungs- und Kontrollqualitäts-

---

<sup>84</sup> Vgl. Nassauer, F. [2000], S. 281

<sup>85</sup> Vgl. Wolff, U. [2000], S. 172

<sup>86</sup> Vgl. Malik, F. [2002], S. 123

<sup>87</sup> An dieser Stelle wird auf Kreitmeier, der sich ausführlich mit der Unternehmenskontrolle durch den Aufsichtsrat beschäftigt hat, verwiesen: Vgl. Kreitmeier, F.: Corporate Governance: Aufsichtsratsgremien und Unternehmensstrategien [2001]

<sup>88</sup> Vgl. Nassauer, F. [2000], S. 281

<sup>89</sup> Vgl. ebenda, S. 28

ten von Gesellschaften kontrollieren und schließlich bei der Hauptversammlung ihre Vorschläge für die richtige Stimmrechtsausübung abgeben<sup>90</sup>.

Die andere Möglichkeit zum Abbau der Interessensdifferenzen besteht in der Anwendung von *Anreizmechanismen*, die bei optimaler Gestaltung eine Angleichung der Interessen des Managers an die des Kapitalgebers bewirken sollen<sup>91</sup>. Auch diese Methode ist nicht frei von Kritik, was vor allem die umfassende, meist negative Berichterstattung in der Presse zum Thema Aktienoptionen und Vorstandsgehältern beweist<sup>92</sup>. Im Hinblick auf die höheren Gehälter von US-Managern ist auch in Deutschland eine Entwicklung der Vorstandsvergütung nach oben möglich, da diese unter einer gewissen risikofreien Summe nicht zu arbeiten bereit sein werden, sondern wie in den USA üblich, eine Risikoprämie erhalten wollen.

Schwierig gestaltet sich auch die Auswahl der Bemessungsgröße, denn diese sollte im Interesse der Eigenkapitalgeber bilanzpolitisch nicht beeinflussbar sein, was jedoch bei reinen bilanziellen Gewinn- und Renditekennziffern nicht gegeben ist. Aktionärsfreundlicher wäre also die Zuhilfenahme des Shareholder Values als Grundlage, doch auch hier stellt die schwierige Berechenbarkeit der zukünftigen Cash Flows und der Kapitalkosten ein Problem dar. In der Praxis hat sich deshalb der Börsenkurs als Bemessungsgrundlage für die Zuteilung von Aktien bzw. Aktienoptionen durchgesetzt<sup>93</sup>. Wichtig bei der Gestaltung eines so genannten „Stock Options“-Programms ist allerdings die Einhaltung gewisser Regeln. Zum einen sollte beachtet werden, dass ein ausreichender Abstand vom gegenwärtigen Kurs zum Ausübungskurs festgelegt wird, der nachträglich nicht korrigiert werden darf („Option Repricing“). Zum anderen sollte die Ausübung nur dann gestattet sein, wenn der Aktienkurs eine bessere Performance zeigt als ein vorher gewählter Index aus vergleichbaren, fest umrissenen Konkurrenten („Indexierung“)<sup>94</sup>. Um die Bindung zum Unternehmen zu verstärken und einen Anreiz für eine langfristige Steigerung des Shareholder Value zu bieten, sollte des weiteren eine Frist festgelegt werden, innerhalb derer keine Aktien veräußert werden dürfen<sup>95</sup>. Auch eine Begrenzung der variablen Vergütung nach oben, beispielsweise über einen bestimmten Höchst-Prozentsatz an der Gesamtvergütung<sup>96</sup> trägt zur Annäherung der Leistung der

---

<sup>90</sup> Vgl. BDI / PwC [2001], S. 20

<sup>91</sup> Vgl. Nassauer, F. [2000], S. 281

<sup>92</sup> Vgl. o.V.: Breite Front gegen steigende Manager-Bezüge [2002d]; o.V.: Die Millionen-Männer [2002f]; o.V.: Telekom Vorstandsgehälter: Regierung goutierte Gehaltserhöhungen [2002k]; Dunsch, J.: Mit Erfolgsbonus und Sanierungsprämie: Zur Managervergütung, [2002] S. 11

<sup>93</sup> Vgl. Nassauer, F. [2000], S. 30

<sup>94</sup> Vgl. ebenda, S. 31

<sup>95</sup> Vgl. Utzig, S.: Corporate Governance, Shareholder Value und Aktienoptionen – die Lehren aus Enron, Worldcom und Co [2002], S. 597

<sup>96</sup> Vgl. Döring, C.: Wider die Selbstbedienung, S. 10

Aktie an die des Managements bei. Werden all diese Voraussetzungen beachtet, stellen Aktienoptionen einen durchaus geeigneten Anreizmechanismus dar.

### 2.3.4 Corporate Governance im internationalen Vergleich

Wie auch der Shareholder Value Ansatz stammt die Thematik der Corporate Governance ursprünglich aus den USA. Dort wurden bereits 1929 nach dem „stock market crash“ Gesetze und Regularien erlassen, um den Kapitalmarkt zu schützen<sup>97</sup>.

Kurze Zeit darauf veröffentlichten Berle und Means Lösungsvorschläge für das Principal-Agent-Problem in einer Arbeit, in der die grundlegende Beziehung zwischen dem Management und dem ihm anvertrauten Eigentum behandelt wurde. Nachdem die Debatte anfangs hauptsächlich um die internen Beziehungen kreiste, änderte sich die Perspektive mit den zahlreichen Hostile-Takeovers in den 80er Jahren<sup>98</sup>.

Allerdings nahmen die großen internationalen Institutionen wie etwa die Weltbank die Thematik erst Ende der 90er Jahr ernst genug, um sich ausführlich damit zu beschäftigen. Die ersten länderübergreifenden Richtlinien waren die „OECD Principles of Corporate Governance“, die im Mai 1999 publiziert wurden. Kurz darauf folgte die Veröffentlichung der Weltbank, die sich vor allem mit der Implementierung der Corporate Governance in unterentwickelten Länder beschäftigt. Neben diesen Werken entstanden parallel nationale Corporate Governance Grundsätze, wie beispielsweise der „Cadbury Code“ in England. Eine weitere Ansatzebene von Richtlinien für Unternehmenskontrolle sind unternehmensspezifische Codes of Best Practice, deren Formulierung jeder Gesellschaft freisteht.

Nun stellt sich die Frage, ob mit der Globalisierung der Güter- und Kapitalmärkte auch eine Harmonisierung der nationalen Corporate Governance Richtlinien einhergehen wird. Hierzu spiegelt die Literatur verschiedene Meinungen wieder.

Sowohl der BDI als auch die Weltbank sehen keine Chance für ein internationales Universalmodell<sup>99</sup>, da sich die Gesellschaften in jedem Land mit einem gewissen Umfeld konfrontiert sehen, bestimmt durch „law, by regulation, by those who own and fund them, and by the expectations of those they serve“<sup>100</sup>. Als wahrscheinlicher gilt eine Angleichung der einzelnen Länder-Kodices aneinander, wobei einige essentielle Grundsätze bei allen Regelwerken übereinstimmen sollten. Als Basis hierzu können etwa die OECD Principles dienen. Auch Nassauer findet bei seiner Untersuchung Hinweise auf eine – zwar langsame – Konvergenz des US-amerikanischen und des deutschen Sys-

---

<sup>97</sup> Vgl. Worldbank [1999], S. 1

<sup>98</sup> Vgl. BDI / PwC [2001], S. 15

<sup>99</sup> Vgl. ebenda, S. 13

<sup>100</sup> Worldbank [1999], S. V

tems. So sieht er eine Annäherung bei der Unternehmensverfassung und dem Bankensystem in den USA<sup>101</sup>. Von einer zunehmenden Harmonisierung geht auch die im Januar 2002 vorgestellte Studie der EU aus, die 35 Länderkodices mit dem Ziel untersuchte, die Gemeinsamkeiten und Differenzen in den EU-Staaten herauszuarbeiten. Die Autoren stellen fest, dass sich die verschiedenen Kodices überraschend stark ähneln und vertreten deshalb die Meinung, dass die einzelnen Richtlinien zur Vereinheitlichung der Corporate Governance Standards führen<sup>102</sup>. Eine Entwicklung, die für die Unternehmen durchaus positiv zu bewerten ist, denn eine Rechtsvereinheitlichung senkt die Kosten eines ausländischen Unternehmens beim Markteintritt in ein anderes Land und erleichtert cross-boarder mergers<sup>103</sup>.

Abschließend kann festgestellt werden, dass sich zwar große Teile der Länder-Kodices angleichen werden, dennoch jedes Land seine spezifischen Merkmale einbringen können muss<sup>104</sup>. Aufgrund dieser Feststellung wird im Folgenden davon ausgegangen, dass sich in Deutschland der Kodex der Regierungskommission durchsetzt, da dieser länderspezifische Elemente enthält und durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) bereits gesetzlich verankert ist.

#### 2.3.4.1 USA und Großbritannien

Wie bereits oben erwähnt sind die Wurzeln der Corporate Governance in den anglo-amerikanischen Ländern zu finden, was zum Teil daran liegt, dass dort das Kapitalgesellschaftsrecht nicht so differenziert ist wie beispielsweise in Deutschland. In der Konsequenz werden legislative Lücken durch Corporate Governance Kodices der institutionellen Investoren und der Initiative der Securities and Exchange Commission (SEC) kompensiert<sup>105</sup>.

Um die Differenzen zwischen dem angelsächsischen System, bei dem die Shareholderinteressen im Mittelpunkt stehen, und dem europäischen System, das eher einen Stakeholder Ansatz verfolgt, zu verstehen, müssen zuerst die verschiedenen Management Systeme erläutert werden. In den USA und in Großbritannien wird das monois-tische, auch als *One-Tier-System* bezeichnete, Modell verwendet, bei dem es lediglich ein Board of Directors gibt, das für die Führung und Überwachung des Unternehmen verantwortlich zeichnet. Eine Gewaltenteilung wird hier durch die Zusammensetzung

---

<sup>101</sup> Vgl. Nassauer, F. [2000], S. 286

<sup>102</sup> Vgl. European Commission: Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States [2002], S. 6f

<sup>103</sup> Vgl. Berrar, C.: Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich [2001], S. 280

<sup>104</sup> Für die BRD ist hier das gesetzlich verankerte Recht zur Mitbestimmung der Arbeitnehmer zu nennen, das es so in keinem anderen Land gibt und deshalb gegenüber der ausländischen Financial Community erklärungsbedürftig ist.

<sup>105</sup> Vgl. BDI / PwC [2001], S. 26

des Boards vorgenommen: Einerseits existieren so genannte „Inside Directors“, also hauptamtlich bestellte leitende Angestellte<sup>106</sup> und andererseits „Outside Directors“, die besonders in dem für das One-Tier-System kennzeichnenden Audit Committee vertreten sind und Parallelen zum deutschen Aufsichtsrat aufweisen. Die zentrale Rolle nimmt ein starker CEO ein, der das Unternehmen nach dem *Direktorialprinzip*<sup>107</sup> führt, also weisungsbefugt ist. Durch dieses Führungsprinzip und die geringere Anzahl der „Inside Directors“<sup>108</sup> entstehen hier Vorteile im Rahmen von schnellerem Informationsfluss und der Möglichkeit, ebenso schnell zu entscheiden<sup>109</sup>. Andererseits ist dieses Modell für den CEO mit mehr Risiken behaftet, denn durch seine Quasi-Diktatur können Fehler direkt auf ihn zurückgeführt werden, was in der Praxis zu mehr Wechsel an der Unternehmensspitze führt.

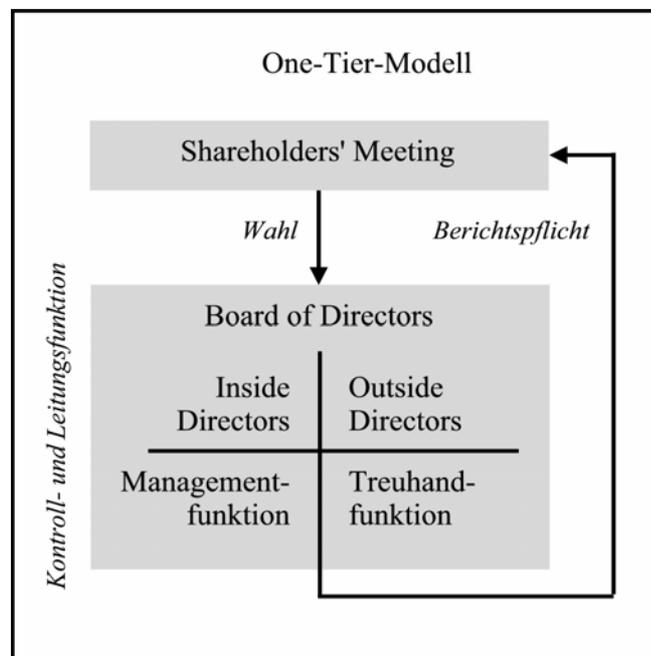


Abbildung 3: Angelsächsisches Managementsystem<sup>110</sup>

Die Kontrolle erfolgt bei diesem Modell sehr stark von externer Seite, also durch den Kapitalmarkt, besonders durch institutionelle Investoren<sup>111</sup>. In diesem Zusammenhang

<sup>106</sup> Vgl. Albers, M.: Corporate Governance in Aktiengesellschaften: Entscheidungsprozess und Wirkungsanalyse zum Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) [2002], S. 27

<sup>107</sup> Vgl. Witt, P. [2000], S. 161

<sup>108</sup> Vgl. von Rosen, R. / Killat, G.: Ist das duale System der Corporate Governance in Deutschland dem angelsächsischen Modell vorzuziehen? [2002]

<sup>109</sup> Vgl. Vorsitzender der Regierungskommission Corporate Governance Kodex, Dr. Gerhard Cromme im Interview mit dem Handelsblatt online. o.V.: „Wir brauchen ehrbare Kaufleute“ [2002a]

<sup>110</sup> Grafik in Anlehnung an Andersen: Corporate Governance: Stand der Umsetzung und Entwicklungsperspektiven [2001], S. 13

hat sich auch der Begriff von "carrot and stick" herausgebildet, wobei die Vergütung durch Aktienoptionen als Zuckerbrot, die Gefahr der Übernahme und somit Jobverlust als Peitsche zu verstehen ist<sup>112</sup>.

Insgesamt weist das angloamerikanische Corporate Governance System einige Vorteile gegenüber dem deutschen auf. So ist etwa die einfachere Einleitung eines Strukturwandels, also flexiblere Anpassung der Unternehmen an veränderte Rahmenbedingungen zu nennen<sup>113</sup>. Doch „nicht alles, was aus den USA kommt, ist prinzipiell gut und nicht alles, was aus Europa stammt, ist per se schlecht“, so Dr. Gerhard Cromme in Anbetracht der aktuellen Skandale von US-Unternehmen wie Enron und Worldcom<sup>114</sup>. Auch Strenger sieht in den „USA keineswegs in allen Corporate-Governance-Punkten ‚das gelobte Land‘“ und kritisiert die Existenz von Mehrstimmrechtsaktien und „Option Repricing“<sup>115</sup>. Hinzu kommt die geringe Transparenz für Außenstehende aufgrund individueller Regelungen zur Aufgabenverteilung im Board<sup>116</sup>.

#### 2.3.4.2 Kontinentaleuropa

In diesem Kapitel soll dargestellt werden, welche Bedeutung dem Thema Corporate Governance in Kontinentaleuropa beigemessen wird. Absichtlich ausgeblendet wird hierbei die Frage nach den Unternehmensverfassungen, da diese mit Ausnahme von Großbritannien, das im vorigen Kapitel bereits dargestellt wurde, mit dem deutschen System der Unternehmensführung vergleichbar sind. Vielmehr soll ein Überblick über die unterschiedlichen europäischen Kodices gegeben werden.

Als Überbau sind hier die „OECD Principles of Corporate Governance“ zu nennen, die aufgrund der angestrebten Allgemeingültigkeit lediglich als Raster für länderspezifische Kodices dienen können. Sie beziehen sich auf die Aktionärsrechte, die Gleichbehandlung der Aktionäre, die Rolle der Stakeholder, die Offenlegung und Transparenz und die Pflichten des Aufsichtsrats und werden durch die gesetzlichen Regeln in Deutschland erfüllt<sup>117</sup>. Neben der OECD ist noch die CEPS-Arbeitsgruppe<sup>118</sup> zu nennen, die im Juni 1995 mit dem Arbeitspapier „Corporate Governance in Europe“ ein vor allem auf die Rechte und Pflichten der Aktionäre fokussiertes Werk veröffentlichte<sup>119</sup>. Die um-

---

<sup>111</sup> Vgl. Albers, M. [2002], S. 27

<sup>112</sup> Vgl. Seifert, W. G. [2002]

<sup>113</sup> Vgl. Nassauer, F. [2000], S. 283f

<sup>114</sup> Vgl. Büschemann, K.-H.: Cromme: „So geht es nicht weiter“ [2002]

<sup>115</sup> Strenger, C.: Erfahrungen mit der Umsetzung von Corporate Governance in Deutschland [2001b], S. 62

<sup>116</sup> Vgl. Pothhoff, E.: Board-System versus duales System der Unternehmensverwaltung – Vor- und Nachteile [1996], S. 259

<sup>117</sup> Vgl. BDI /PwC [2001], S. 13

<sup>118</sup> Centre for European Policy Studies

<sup>119</sup> Vgl. Berrar, C. [2001], S. 93f

fangreichen „Guidelines for Corporate Governance“ der CACG<sup>120</sup>, vorgestellt im November 1999, sollen Unternehmensführung und -kontrolle im ganzen Commonwealth fördern<sup>121</sup>.

Aus einer vergleichenden Studie der EU vom Januar 2002<sup>122</sup> können wertvolle Erkenntnisse zu den vorliegenden Kodices in Europa gewonnen werden. Hierin wurden 35 Kodices aus allen EU-Staaten analysiert, wobei auffällt, dass 25 hiervon erst nach 1997 entstanden sind und allein elf aus Großbritannien stammen. Im Ergebnis kommt die Studie zu dem Schluss, dass die Europäische Union keinen Anlass sieht, eigene Regelungen für die EU zu entwickeln, da diese „more likely to express a negotiated ‚lowest common denominator‘ of ‚acceptable‘ practice rather than true ‚best‘ practice“ wären und die bestehenden OECD Principles schon eine gute Grundlage bilden. Vielmehr sieht die EU Bedarf darin, „information barriers“ abzubauen, also den Investoren zu erleichtern, die Corporate Governance eines Unternehmen zu evaluieren.

Auf eine Auflistung der einzelnen Länder-Kodices soll hier zugunsten einer ausführlicheren Betrachtung der Verhältnisse in Deutschland verzichtet werden. Stattdessen wird auf die EU-Studie und die ECGI<sup>123</sup> verwiesen, in denen die verschiedenen Regelwerke nachgeschlagen werden können.

Als einziges Land soll an dieser Stelle Großbritannien hervorgehoben werden, da das hier herrschende Prinzip der Comply-or-Explain als Vorbild für den deutschen Kodex verwendet wurde. Als erstes Regelwerk für Corporate Governance überhaupt wurde dort der „Cadbury Code“, benannt nach seinem Erfinder Sir Adrian Cadbury, entwickelt, der später in den „Combined Code“ der Londoner Börse<sup>124</sup> mit einfluss. Anders als in Deutschland stellt die Comply-or-Explain Erklärung jedoch ein „listing requirement“ für die London Stock Exchange dar<sup>125</sup>.

### 2.3.4.3 Deutschland

Die Diskussion um Corporate Governance begann in Deutschland zwar Mitte der 90er Jahre<sup>126</sup>, doch die breite – auch öffentlichkeitswirksame – Debatte um dieses Thema

---

<sup>120</sup> Commonwealth Association for Corporate Governance

<sup>121</sup> Vgl. Berrar, C. [2001], S. 97

<sup>122</sup> Vgl. European Commission [2002]

<sup>123</sup> Die unterschiedlichen Kodices können auf der Homepage des European Corporate Governance Institute unter [http://www.ecgi.org/codes/menu\\_europe.htm](http://www.ecgi.org/codes/menu_europe.htm) nachgeschlagen werden.

<sup>124</sup> Vgl. Wulfetange, J.: Corporate Governance – Neue Herausforderung für die deutsche Industrie? [2002], S. 97

<sup>125</sup> Die Abgabe einer Entsprechenserklärung ist zwar keine Börsenzulassungsvoraussetzung, aber ein Verstoß gegen diese Pflicht kann durch Ausschluss vom Handel bestraft werden. Vgl. Berg, S. / Stöcker, M.: Anwendungs- und Haftungsfragen zum Deutschen Corporate Governance Kodex [2002], S. 1572

<sup>126</sup> Vgl. Brammer, R. P.: Corporate Governance – Das Grundgesetz der weichen Faktoren [2001a], S. 2

kam erst mit der Veröffentlichung des ersten Regelwerks, des Code of Best Practice der Frankfurter Grundsatzkommission im Januar 2000, richtig in Gang. Aber selbst nachdem drei Regelwerke zur Unternehmensführung und -kontrolle in Deutschland existieren, wird den Unternehmen noch vorgeworfen, nicht aktiv an Corporate Governance heranzugehen<sup>127</sup>.

Spricht man von Corporate Governance in Deutschland, so sind gewisse Bedingungen zu beachten, die Deutschland von anderen Ländern abheben und deshalb auch in Corporate Governance Richtlinien abgebildet werden sollten. Während die rechtlichen Grundlagen in den folgenden Kapiteln ausführlich erläutert werden, gilt es nun, die hiesige Unternehmenslandschaft zu betrachten. So ist festzuhalten, dass hierzulande recht wenige Unternehmen börsennotiert<sup>128</sup> und unter diesen noch weniger mit breiter Aktienstreuung sind<sup>129</sup>. Kennzeichnend für Deutschland ist der große Einfluss der Banken, der sich durch das Auftreten der Institute als Kreditgeber, als Anteilseigner, als Vertreter der Aktionärsseite im Aufsichtsrat sowie als Vertreter von Depotstimmrechten manifestiert<sup>130</sup>. Einhergehend damit wird die relativ schwache Position der privaten Kleinaktionäre bemängelt. So wollte zwar das Landesgericht Augsburg im September 2001 erstmalig ein Exempel statuieren, als es im Fall Infomatec einem Aktionär Schadensersatz aufgrund einer falschen Ad-hoc-Mitteilung zusprach<sup>131</sup>. Jedoch wurde die Klage in zweiter Instanz vom Oberlandesgericht München abgewiesen, nachdem die Beklagten Berufung eingelegt hatten<sup>132</sup>.

Unter Beachtung der festgestellten Besitzverhältnisse leitet eine Studie des BDI in Zusammenarbeit mit der Unternehmensberatung Ernst&Young folgende Kriterien ab, deren Erfüllung eine Gesellschaft zur Aufnahme der Corporate Governance in ihre strategischen Entscheidungen bewegen sollten: Börsennotierung, ein hoher Anteil ausländischer Anteilseigner, Einstufung als Underperformer, Start-up-Unternehmen, die unter der Beobachtung durch Venture Capital-Gesellschaften stehen und Gesellschaften, bei denen sich bereits Kontrollschwächen realisiert haben<sup>133</sup>.

---

<sup>127</sup> Vgl. Wels, T. / Scholz, F.: Corporate Governance wird zum Schlüsselkriterium für Investoren [2002]

<sup>128</sup> Laut dem DAI-Factbook 2002 schneidet Deutschland zwar im (kontinental-) europäischen Vergleich mit 747 börsennotierten Aktiengesellschaften recht gut ab, in der Relation zu Großbritannien und den USA mit 2451 bzw. 5357 notierten Unternehmen jedoch ist die Anzahl der hiesigen börsennotierten Aktiengesellschaften eher niedrig. Vgl. DAI: DAI-Factbook 2002 [2002a], S. 02-3. Noch deutlicher fällt der innerdeutsche Vergleich mit anderen Gesellschaftsformen aus. Während im Jahr 2000 laut der Angaben des Statistischen Bundesamtes insgesamt über 2,9 Mio. Unternehmen in der Umsatzsteuerstatistik erfasst waren, lag der Anteil der Aktiengesellschaften lediglich bei 5.526. Den größten Part nehmen die Einzelunternehmungen mit über 2 Mio. ein.

<sup>129</sup> Vgl. Albers, M. [2002], S. 28

<sup>130</sup> Vgl. Wulfetange, J. [2002], S. 91

<sup>131</sup> Vgl. Nassauer, F. [2000], S. 283

<sup>132</sup> Vgl. o.V.: Schadensersatz – Gericht weist Klage gegen Infomatec ab [2002i]

<sup>133</sup> Vgl. Wulfetange, J. [2002], S. 89

Nachdem das angelsächsische Modell der Unternehmensführung bereits erläutert wurde, soll nun das deutsche System betrachtet werden. Die hiesige Methode unterscheidet sich vor allem durch die starke Ausrichtung auf das Unternehmensinteresse anstatt auf den Shareholder Value<sup>134</sup>.

Das deutsche Management-Modell ist zweigeteilt und wird deshalb als *Two-Tier-System*, oft auch als bankenorientiertes „insider“-System<sup>135</sup>, bezeichnet. Die deutsche Unternehmensverfassung sieht drei Elemente vor: Den Vorstand als führendes, den Aufsichtsrat als kontrollierendes und die Hauptversammlung als beschlussfassendes Organ. Dabei erfolgt die Unternehmensleitung nach dem gesetzlich vorgeschriebenen *Kollegialprinzip*, nach dem alle Vorstände gleichberechtigt ohne gegenseitige Weisungsbefugnisse handeln<sup>136</sup>.

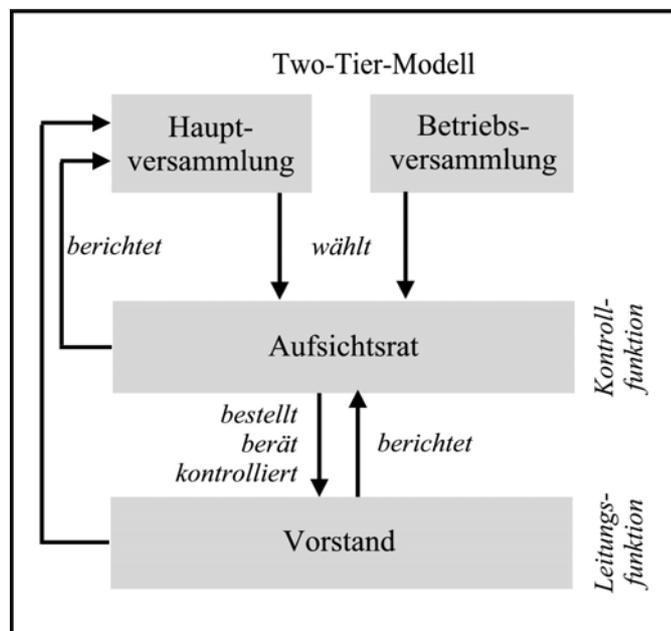


Abbildung 4: Deutsches Managementsystem<sup>137</sup>

Unterschiede zum angloamerikanischen System sind auch bei der Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder bzw. der „Outside Directors“ festzustellen. Mit derzeit 20 Personen bei großen deutschen Aktiengesellschaften ist die Besetzung viel umfangreicher und deshalb die Arbeit in diesem Organ auch weniger effizient<sup>138</sup>. Ein weiterer Nachteil besteht

<sup>134</sup> Vgl. Pohle, K. / von Werder, A.: Die Einschätzung der Kernthesen des German Code of Corporate Governance (GCCG) durch die Praxis [2001], S. 1101

<sup>135</sup> Vgl. Albers, M. [2002], S. 28

<sup>136</sup> Vgl. Witt, P. [2000], S. 161

<sup>137</sup> Grafik mit eigenen Ergänzungen in Anlehnung an Andersen [2001], S. 13

<sup>138</sup> Der Vorschlag der Baums-Kommission, die Zahl der Aufsichtsräte auf maximal zwölf Personen zu begrenzen, wurde weder in das TransPuG noch in den Kodex aufgenommen.

in der Entscheidungsferne des Aufsichtsrats, denn sinnvolle Überwachung ist nur dann möglich, wenn das Überwachungsorgan sowohl über die durchgeführten als auch die geplanten Maßnahmen ausreichend informiert ist, was gemäß einer Studie der Deloitte Consulting zumeist nicht der Fall ist. Laut der Anfang 2002 durchgeführten Untersuchung zur Aufsichtsratspraxis in Deutschland beschafft lediglich ein Fünftel der Kontrolleure die notwendigen Informationen selbst, während sich die Mehrheit auf die vom Vorstand und Abschlussprüfer gelieferten Daten stützt<sup>139</sup>. Die niedrige Sitzungsfrequenz von viermal pro Jahr, die laut Deloitte-Studie 35 % der Aufsichtsräte nicht übersteigen, ist Experten nach zu gering<sup>140</sup>, ebenso verlaute des öfteren Kritik an dem häufigen Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat. Lutter identifiziert ebenfalls das Kontrollorgan als Schwachstelle der deutschen Unternehmensverfassung<sup>141</sup>. Neben der mangelnden Transparenz der Aufsichtsratsarbeit wird jedoch auch die geringe Ausrichtung auf die Aktionärsinteressen kritisiert<sup>142</sup>. Ebenfalls fraglich ist, wie unabhängig deutsche Aufsichtsräte tatsächlich sind. So brachte die Deloitte-Studie zutage, dass lediglich 26 % der Wahlvorschläge für Aufsichtsratsmitglieder aus dem Überwachungsorgan selbst kommen. Hinzu kommt die Beeinflussung dieses Organs durch andere Kräfte, wie beispielsweise durch die Gewerkschaften<sup>143</sup>.

Nassauer sieht allerdings auch Vorteile im deutschen System gegenüber dem angelsächsischen Modell. So sei das hiesige System besser geeignet für ökonomische Aktivitäten, bei denen es primär auf langfristige und stabile Beziehungen ankommt<sup>144</sup>. Vorzüge gegenüber dem direktorialen Führungsprinzip liegen auch in der stärkeren Flexibilität was die Vertretung angeht, da bei US-amerikanischen Unternehmen oftmals der Posten des Chairman und des President von derselben Person begleitet werden, was hierzulande nicht der Fall ist<sup>145</sup>. Somit wird die deutsche Unternehmung weniger personalisiert geführt, was Probleme bei der Ablösung eines Topmanagers wie etwa im Fall von Jack Walsh bei General Electric reduziert. Des Weiteren sorgen Gesetze und Richtlinien für eine klare Abgrenzung der Verantwortungsbereiche und der Haftung.

Vor allem zur Minderung der oben geschilderten Probleme in und zwischen den Gremien kann eine gute Corporate Governance beitragen. Durch eindeutig definierte Rechte und Pflichten von Vorstand und Aufsichtsrat sowie Richtlinien zur Beziehung zu

---

<sup>139</sup> An der zitierten Umfrage nahmen 48 Aufsichtsratsvorsitzende aus Unternehmen aus dem DAX, MDAX und NEMAX50 teil. Vgl. Deloitte Consulting: Aufsichtsratspraxis in Deutschland – Aktueller Stand und zukünftige Herausforderungen [2002]

<sup>140</sup> Vgl. Wulfetange, J. [2002], S. 91

<sup>141</sup> Vgl. Lutter, M.: Vergleichende Corporate Governance – Die deutsche Sicht [2001], S. 227

<sup>142</sup> Vgl. Kremer, T.: Der Corporate Governance Kodex – Verpflichtung der Emittenten und Signal für Investoren [2002], S. 3

<sup>143</sup> Vgl. Pfeil, C. M.: Capital structure, managerial incentives and corporate governance [2002], S. 48

<sup>144</sup> Vgl. Nassauer, F. [2000], S. 283f

<sup>145</sup> Vgl. Potthoff, E. [1996], S. 259ff

externen Gruppen tragen Corporate Governance Richtlinien nicht nur zu mehr Transparenz für die Stakeholder bei, sondern auch zur Erhöhung der Effizienz der Arbeit im Innenverhältnis. So können Guidelines sowohl Rahmenbedingungen zur Zusammenarbeit zwischen den Gremien wie auch einzelne Detailfragen regeln. Hierzu kann die Mindestzahl der Aufsichtsratssitzungen, ein Höchstalter für Aufsichtsräte sowie die Anzahl der ehemaligen Mitglieder des Vorstands im Kontrollgremium gehören, um nur einige Beispiele zu nennen.

## 3 Corporate Governance in Deutschland

### 3.1 Gesetzliche Rahmenbedingungen

Zu Beginn dieses Kapitels muss festgestellt werden, dass die Qualität von Corporate Governance nicht allein durch die gesetzlichen Rahmenbedingungen bestimmt werden kann, was die Ergebnisse eines Corporate Governance Rankings der größten deutschen Fondsgesellschaft DWS beweisen. Bei der Untersuchung der Euro-Stoxx 50 Unternehmen war aus jedem Land eine Aktiengesellschaft in der Top-Liste vertreten<sup>146</sup>.

Weiterhin kann darauf hingewiesen werden, dass die deutschen gesetzlichen Regelungen zum gegenwärtigen Zeitpunkt schon außerordentlich gut sind. Das Problem besteht vielmehr in der Undurchsichtigkeit für ausländische Investoren, da die Vorschriften über zahlreiche verschiedene Gesetze verteilt sind.

Neben den unten aufgeführten Gesetzen, die wesentlich zur Verbesserung des Corporate Governance Systems in Deutschland geführt haben, sind noch zwei weitere zu nennen, die im Rahmen der Unternehmensführung und -kontrolle eine Rolle spielen. Das *Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG)*, in Kraft getreten am 23. April 1998, ermöglicht durch die in das Handelsgesetzbuch aufgenommene „Öffnungsklausel“ den Konzernabschluss nach international anerkannten Rechnungslegungsstandards<sup>147</sup>, nachdem die deutsche Bilanzierung aufgrund ihrer Orientierung am Gläubigerschutz immer wieder von ausländischen Investoren kritisiert worden war<sup>148</sup>. Einen weiteren Teil hat die *Steuerreform* beigetragen, aufgrund derer seit 2002 keine Steuern mehr auf Erlöse aus Beteiligungsveräußerungen erfolgen müssen, was zur Entflechtung der so genannten „Deutschland AG“ beiträgt<sup>149</sup>.

Interessant kann sich auch ein Blick auf den Entwurf für ein *Transparenz- und Wettbewerbsgesetz (TraWeG)* erweisen, den die SPD Anfang 1995 einbrachte. Das Gesetz wurde zwar nicht angenommen, doch enthält es Aspekte, die im aktuellen Kodex wiederzufinden sind, wie beispielsweise die Forderung nach der Möglichkeit zur Stimmrechtsübertragung und der Offenlegung der Bezüge des Aufsichtsrats<sup>150</sup>.

---

<sup>146</sup> Vgl. DWS: DWS Corporate Governance Survey 2001 [2001], S. 4

<sup>147</sup> Nach § 292a HGB ist die Rechnungslegung nach den International Accounting Standards (IAS), die in Europa gelten und nach den amerikanischen US-GAAP, den Generally Accepted Accounting Principles erlaubt. Vgl. Pfitzer, N. et al.: Zur Reform des Aktienrechts, der Rechnungslegung und Prüfung durch das TransPubG [2002a], S. 158

<sup>148</sup> Vgl. Rosen, R. [2001a]

<sup>149</sup> Vgl. Breuer, R.-E. [2001], S. 545

<sup>150</sup> Vgl. Nassauer, F. [2000], S. 219

### 3.1.1 Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich

Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), in Kraft seit 1. Mai 1998, wird in der Literatur zu Recht oftmals als das Gesetz zur Reform der Corporate Governance bezeichnet<sup>151</sup>.

Das Artikelgesetz verfolgt Verbesserungen im Rahmen der Tätigkeit des Aufsichtsrats, die Erhöhung von Transparenz, die Stärkung der Kontrolle durch die Hauptversammlung, den Abbau von Stimmrechtsdifferenzierungen, die Zulassung moderner Finanzierungs- und Vergütungsinstrumente, die Verbesserung der Qualität der Abschlussprüfung, die Zusammenarbeit von Aufsichtsrat und Abschlussprüfer und die kritische Prüfung des Beteiligungsbesitzes von Kreditinstituten<sup>152</sup>. Im Folgenden soll auf eine umfassende Beschreibung der Inhalte verzichtet und auf die einschlägige Literatur verwiesen werden<sup>153</sup>. Lediglich einzelne Punkte sollen hervorgehoben werden, wie etwa die Pflicht zu vier Sitzungen pro Jahr für den Aufsichtsrat, die Installation eines Früherkennungssystems durch den Vorstand und die Möglichkeit zur Einräumung von Aktienoptionen für leitende Angestellte und das Management. In der Konsequenz führt das KonTraG zu einer verstärkten Trennung der Leitungsfunktion des Vorstands und der Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats<sup>154</sup>.

### 3.1.2 Transparenz- und Publizitätsgesetz

Die Anregungen der Regierungskommission „Corporate Governance – Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts“ unter Führung von Prof. Dr. Dr. h.c. Theodor Baums zur Weiterentwicklung der Konzernrechnungslegung sowie zur Modernisierung und Deregulierung des Aktienrechts fanden Eingang in das am 26. Juli 2002 in Kraft getretene Artikelgesetz. Neben den Empfehlungen der so genannten Baums-Kommission greift es ebenso Vorschläge des Deutschen Rechnungslegungs Standards Committee e.V. (DRSC) auf<sup>155</sup> und verfolgt so das erklärte Ziel der „Deregulierung im Bereich Finanzierung, Hauptversammlung und Information der Aktionäre“<sup>156</sup>.

Aus Sicht dieser Arbeit wird dem Art. 1 Nr. 16 die höchste Bedeutung beigemessen, da er die Durchsetzung des Kodex regelt. So heißt es im neu eingefügten § 161 AktG (Erklärung zum Corporate Governance Kodex): „Vorstand und Aufsichtsrat der börsen-

---

<sup>151</sup> Vgl. Lutter, M. [2001], S. 228

<sup>152</sup> Vgl. Rosen, R. [2001a]

<sup>153</sup> Im besonderen wird hier verwiesen auf das Werk von Albers, M. [2002]

<sup>154</sup> Vgl. BDI / PwC [2001], S. 28

<sup>155</sup> Vgl. Ihrig, H.-C. / Wagner, J.: Die Reform geht weiter: Das Transparenz- und Publizitätsgesetz kommt [2002], S. 789

<sup>156</sup> Gesetzesentwurf TransPuG [2002], S. 19

notierten Gesellschaft erklären jährlich, dass den vom Bundesministerium der Justiz im amtlichen Teil des elektronischen Bundesanzeigers bekannt gemachten Empfehlungen der ‚Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex‘ entsprochen wurde und wird oder welche Empfehlungen nicht angewendet wurden oder werden. Die Erklärung ist den Aktionären dauerhaft zugänglich zu machen.“<sup>157</sup>

Neben dieser Neuregelung enthält das Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) einige – vor allem für die Investor Relations Arbeit – wichtige Punkte. So wird vor allem die Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung (HV) erleichtert, indem elektronische Informationsmedien verstärkt zum Einsatz kommen sollen. Die Änderung des § 25 Satz 1 AktG ermöglicht die Einberufung der HV über die neue elektronische Form des Bundesanzeigers<sup>158</sup>. Während der § 118 Abs. 3 AktG bestimmt, dass in der Satzung bzw. der Geschäftsordnung festgelegt werden kann, dass die Hauptversammlung in Ton und Bild übertragen werden kann. Dies sind nur einige der Neuerungen durch das TransPuG, die im Kapitel 4 zusammen mit den Auswirkungen des Kodex auf die IR-Arbeit beleuchtet werden.

Zur weiteren Entwicklung des Gesetzes ist zu sagen, dass auf die Umsetzung einiger umstrittener Vorschläge der Baums-Kommission verzichtet wurde, um das Gesetz möglichst schnell verabschieden zu können. So sollen laut dem Entwurf in Zukunft das Anfechtungs- und Haftungsrecht in der Hauptversammlung und der weitere Einfluss elektronischer Medien, insbesondere des Internet, auf die Hauptversammlung realisiert werden<sup>159</sup>.

### 3.1.3 Viertes Finanzmarktförderungsgesetz

Nachdem mit dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz von 1994 die Ad-hoc-Publizität eingeführt wurde und erstmalig Sanktionen für den Insiderhandel festgelegt wurden<sup>160</sup>, bewirken die Änderungen und Neuregelungen durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz weitere Verbesserungen für die Corporate Governance Struktur in Deutschland. Das am 1. Juli 2002 in Kraft getretene Artikelgesetz soll vor allem die Position des deutschen Marktes im internationalen Wettbewerb und den Anlegerschutz stärken<sup>161</sup>. Allerdings sind laut einer Studie zum Anlageverhalten institutioneller Investoren in Deutschland nur 52 % der Befragten der Meinung, dass die Neuregelungen ei-

---

<sup>157</sup> Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) [2002]

<sup>158</sup> Diese Änderung im Aktiengesetz durch das TransPuG tritt zum 1. Januar 2003 in Kraft, weshalb der elektronische Bundesanzeiger noch in diesem Jahr geschaffen werden musste.

<sup>159</sup> Vgl. Gesetzesentwurf TransPuG [2002], S. 20

<sup>160</sup> Vgl. BDI / PwC: Corporate Governance in Germany - Vorabexemplar für die Pressekonferenz am 8. August 2002 in Berlin [2002], S. 20

<sup>161</sup> Vgl. Baur, G. / Wagner, O.: Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Neuerungen im Börsen- und Wertpapierhandelsrecht [2002], S. 530

nen besseren Schutz für Privatanleger mit sich bringen, während immerhin 67 % strengere Sanktionen für Marktmanipulationen im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz sehen<sup>162</sup>.

Einen erheblichen Anteil am Inhalt machen dabei Erweiterungen der Transparenzvorschriften aus. Vor allem die in neuerer Zeit oft missbrauchte Ad-hoc-Pflicht wird näher konkretisiert; so dürfen nur noch übliche Kennzahlen genutzt werden, die mit den zuletzt veröffentlichten vergleichbar sind<sup>163</sup>. Des Weiteren wird der Missbrauch zu Werbezwecken ausdrücklich verboten. Bei unterlassenen, verspäteten oder falschen Ad-hoc-Mitteilungen droht Schadensersatzpflicht gegenüber den Anlegern. Kritisiert wird hieran allerdings, dass nicht der Manager selbst, sondern die Gesellschaft haftet, was wiederum eine Wertminderung für den Aktionär bedeutet<sup>164</sup>.

Neu eingeführt wurde die Regelung zu den Directors' Dealings, die eine Anzeigepflicht von Aktiengeschäften durch Vorstand und Aufsichtsrat, deren Verwandter ersten Grades, Ehepartner und eingetragener Lebenspartner umfasst<sup>165</sup>. Die Bekanntgabe soll regelmäßig im Internet auf der Homepage des Emittenten für eine Dauer von mindestens einem Monat erfolgen<sup>166</sup>. Hiervon verspricht sich der Gesetzgeber einen wichtigen Beitrag zur Prävention von Insidergeschäften, da die Transaktionen Anhaltspunkte über die Einschätzung der weiteren Geschäftsaussichten durch die Unternehmensleitung gibt<sup>167</sup>. Allerdings wird die Indikatorwirkung möglicherweise relativiert, da An- und Verkäufe auch aus der persönlichen Finanzlage der Organmitglieder resultieren kann<sup>168</sup>.

Die Meldepflichten gemäß § 9 WpHG wurden insofern erweitert, als dass nun auch Transaktionen in Wertpapieren erfasst sind, die in den Regierten Markt oder den Freiverkehr einer inländischen Börse einbezogen sind<sup>169</sup>.

Bezüglich Lock-up-Vereinbarungen, also Verkaufsbeschränkungen für Altaktionäre, muss gemäß § 32 Abs. 1 Nr. 2 BörsG im Börsenprospekt angegeben werden, ob ein Veräußerungsverbot besteht und welche Maßnahmen zur Sicherstellung der Vereinbarung vorgesehen sind<sup>170</sup>.

---

<sup>162</sup> Im Juli 2002 wurden 43 institutionelle Investoren über ihre Einschätzung der gesetzlichen Neuerungen befragt. Vgl. Finanzplatz / Invesco: German Institutional Asset Management Survey 2002: 3. Studie zum Anlageverhalten institutioneller Investoren in Deutschland [2002], S. 21f

<sup>163</sup> Vgl. Baur, G. / Wagner, O. [2002], S. 532

<sup>164</sup> Vgl. Westerheide, P.: Neue Regelungen zur Steigerung der Transparenz am Kapitalmarkt [2002], S. 6

<sup>165</sup> Vgl. ebenda, S. 7

<sup>166</sup> Vgl. Baur, G. / Wagner, O. [2002], S. 533

<sup>167</sup> Vgl. o.V.: Anforderungen der BAFin an Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach § 15 WpHG [2002b], S. R 352

<sup>168</sup> Vgl. Schneider, U.: Meldepflichtige Wertpapiergeschäfte von Organmitgliedern („Directors' Dealings“) im Konzern [2002], S. 475

<sup>169</sup> Vgl. Baur, G. / Wagner, O. [2002], S. 532

<sup>170</sup> Vgl. Baur, G. / Wagner, O. [2002], S. 532

### **3.1.4 Gesetz zur Namensaktie und Erleichterung der Stimmrechtsausübung**

Um die Auflistung der wichtigsten Gesetze für eine verbesserte Unternehmensführung und -kontrolle zu vervollständigen, ist als letztes noch das Gesetz zur Namensaktie und Erleichterung der Stimmrechtsausübung zu nennen – kurz Namensaktiengesetz (NaStraG) genannt. Das am 1. Januar 2001 in Kraft getretene Gesetz stellt vor allem Vorteile für die Investor Relations Arbeit dar, denn durch den Einsatz eines elektronischen Aktienregisters im Gegensatz zum bisher vorgeschriebenen manuell zu führenden Aktienbuches wird die Umstellung von Inhaber- auf Namensaktien wesentlich attraktiver. Durch Namensaktien wird die bisherige große Unbekannte des Privatanlegers plötzlich deutlich identifizierbar, wodurch eine gezieltere Kommunikation ermöglicht wird. Außerdem kann sie als Instrument zur Frühwarnung vor drohenden Übernahmen dienen<sup>171</sup> und ist aufgrund ihrer Verbreitung in den USA für solche Unternehmen empfehlenswert, die eine Notierung an einer US-amerikanischen Börse planen<sup>172</sup>.

Beim NaStraG geht es vor allem um die Lockerung der Formvorschriften, wie etwa die Erweiterung der Gesellschaftsblätter durch die Zulassung von elektronischen Informationsmedien, die Möglichkeit zur Unterrichtung der Aktionäre gemäß § 125 AktG mit Hilfe elektronischer Informationsmedien und die Erleichterung der Weisungserteilung an Kreditinstitute<sup>173</sup>.

## **3.2 Notwendigkeit zur Verbesserung des deutschen Corporate Governance Systems**

Nachdem die aus der Informationsökonomie resultierenden Gründe für eine gute Corporate Governance beleuchtet wurden, soll nun auf den praktischen Nutzen einer qualitativen Unternehmensleitung und -überwachung eingegangen werden, wobei einige Aspekte universell für alle Länder gelten, viele aber ausschließlich auf Deutschland zutreffen.

Als Auslöser für eine verstärkte Diskussion um Corporate Governance in Deutschland können die Skandale in den letzten Jahren identifiziert werden. Auszugsweise sind hier die Konkurse der Bremer Vulkan, der Holzmann AG und der Metallgesellschaft AG zu nennen. Auch bei der Krise der Bankgesellschaft Berlin wird die Schuld ganz klar dem

---

<sup>171</sup> Vgl. Spindler, G.: Internet und Corporate Governance – ein neuer virtueller (T)Raum? [2000], S. 426

<sup>172</sup> Vgl. Heinrich, R. P.: Corporate Governance – Die Bedeutung komplementärer Elemente für konsistente Reformen [2001], S. 398

<sup>173</sup> Vgl. Scherrer, G.: Namensaktien [2000]

Aufsichtsrat zugeschrieben<sup>174</sup>. Das vielfach nachgesagte Versagen der Kontrolleure bei der Überwachung der Geschäftsführung<sup>175</sup> hat dann auch dazu geführt, dass die Verbesserung der Arbeit dieses Organs ein zentrales Thema von zwei der drei in Deutschland existierenden Kodices darstellt<sup>176</sup>.

Kritik am deutschen System der Unternehmensführung ist auch von ausländischen institutionellen Investoren immer wieder zu hören. Dr. Gerhard Cromme nannte anlässlich der Veröffentlichung des Kodex-Entwurfs im Dezember 2001 als zentrale Punkte die mangelhafte Ausrichtung auf Aktionärsinteressen, die duale Unternehmensverfassung mit Vorstand und Aufsichtsrat, die ungenügende Transparenz deutscher Unternehmensführung, die mangelnde Unabhängigkeit deutscher Aufsichtsräte und die eingeschränkte Unabhängigkeit des Abschlussprüfers<sup>177</sup>. Dürr erkannte die Sachlage schon 1995 in seinem Werk als er schrieb, dass die „Verselbstständigung der Gebilde AG von dem Eigentümer, dem Aktionär“ langfristig nicht mehr haltbar sei. „Die teilweise Diktatur der Vorstände wird und muß der Demokratie der Aktionäre weichen.“<sup>178</sup>

Die Globalisierung der Finanzmärkte, die verstärkte Diskussion von Corporate Governance Fragen in allen für den Kapitalmarkt bedeutsamen Ländern<sup>179</sup> sowie die zunehmende Bedeutung von institutionellen Investoren, insbesondere aus dem Ausland, tat ihr Übriges zum Vorantreiben der hiesigen Diskussion um Corporate Governance, zumal Deutschland im Ländervergleich einer DWS-Studie lediglich einen Rang im Mittelfeld belegt<sup>180</sup>.

Die institutionellen Anleger, insbesondere aus den USA und Großbritannien, wollen ihre Finanzanlagen bezüglich Effizienz von Führung und Kontrolle prüfen<sup>181</sup> und sind somit ein bedeutender Grund für deutsche börsennotierte Unternehmen, sich um bessere Corporate Governance Standards zu bemühen und diese zu kommunizieren, denn die Anlagevolumina der ausländischen institutionellen Investoren sind beachtlich<sup>182</sup>. Die

---

<sup>174</sup> Vgl. Putzhammer, H.: Die Rolle der Mitbestimmung für eine kontinuierliche Unternehmenswertsteigerung [2002], S. 81

<sup>175</sup> Vgl. Albers, M. [2002], S. 20

<sup>176</sup> Das Thema Aufsichtsrat nimmt sowohl im Code of Best Practice der Frankfurter Grundsatzkommission wie auch im Deutschen Corporate Governance Kodex den größten Anteil ein.

<sup>177</sup> Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex: Ausführungen von Dr. Gerhard Cromme anlässlich der Veröffentlichung des Entwurfs Deutscher Corporate Governance-Kodex [2001], S. 6ff

<sup>178</sup> Dürr, M. [1995], S. 179

<sup>179</sup> Vgl. Kremer, T. [2002], S. 2

<sup>180</sup> Mit 6,34 Punkten belegte Deutschland den vierten Platz von insgesamt sieben untersuchten Ländern. Vgl. DWS [2001], S. 12

<sup>181</sup> Vgl. Rosen, R. [2001a]

<sup>182</sup> Vgl. Breuer, R.-E [2001], S. 544

weltgrößte Pensionskasse TIAA-CREF<sup>183</sup>, hat schon 1993 eigene Corporate Governance Guidelines formuliert, ohne deren Einhaltung keine Gesellschaft als Investment in Frage kommt<sup>184</sup>. Seit sich deutsche Großbanken zunehmend von ihren klassischen Industriebeteiligungen trennen, agieren sie immer häufiger als Investmenthäuser, wodurch auch für die hier angesiedelten Analysten Corporate Governance verstärkt im Vordergrund steht<sup>185</sup>.

In diesem Zusammenhang ist auch die Senkung der Eigenkapitalkosten durch gute Unternehmensführung zu nennen. Die These von Witt, wonach „auf Dauer nur die Unternehmen überleben, deren Governance-Struktur langfristig die höheren Erträge bzw. die niedrigeren Kosten ermöglicht“<sup>186</sup> wird durch die Untersuchungen von McKinsey aus den Jahren 2000 und 2002 untermauert. So hat der im Juli diesen Jahres veröffentlichte „Global Investor Opinions Survey“<sup>187</sup> ergeben, dass die Bedeutung von Corporate Governance mit den Finanzkennziffern gleichgestellt wird. 78 % der Anleger sind laut den Ergebnissen bereit, eine Prämie für gute Unternehmenskontrolle zu bezahlen – in Westeuropa macht diese immerhin zwischen 12 und 14 % aus.

Als weiteres Argument für eine verbesserte Corporate Governance in Deutschland nennen Claussen und Bröcker in ihrem Beitrag die Werbewirkung im Inland. Diese erachten sie als besonders wichtig, zumal die Anzahl der hiesigen Privatanleger zurückgeht<sup>188</sup>, was eine Kurzstudie des Deutschen Aktieninstituts (DAI) aus dem Juli 2002 belegt<sup>189</sup>. Laut ihr ist der Anteil der direkten Aktionäre an der deutschen Bevölkerung auf das Niveau von 1998 zurückgefallen. Deshalb fordert die Studie, Schritte zur Stärkung der Integrität des Kapitalmarktes einzuleiten, um künftig größere Einbrüche zu vermeiden.

Über die bloße Befriedigung der Shareholder-Interessen hinaus geht die Definition des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der Deutschen Bank AG, Rolf-E. Breuer, indem er betont, dass „eine auf langfristige Wertsteigerung gerichtete Corporate Governance“ allen Anspruchsgruppen diene. „Sie beschert den Aktionären für ihr eingesetztes Kapital eine gute Rendite, sichert die Arbeitsplätze der Mitarbeiter, ermöglicht erstklassige

---

<sup>183</sup> Die privatrechtliche Pensionskasse zur Alterssicherung der US-amerikanischen Lehrer „Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equity Fund“ verwaltet über 100 Milliarden USD.

<sup>184</sup> Vgl. Dürr, M. [1995], S. 176

<sup>185</sup> Vgl. BDI / PwC [2002], S. 16

<sup>186</sup> Witt, P. [2000], S. 162

<sup>187</sup> Vgl. McKinsey&Company: Global Investor Opinion Survey: Key Findings [2002]

<sup>188</sup> Vgl. Claussen, C. P. / Bröcker, N.: Der Corporate Governance-Kodex aus der Perspektive der kleinen und mittleren Börsen-AG [2002], S. 1200

<sup>189</sup> Vgl. DAI: Moderater Rückgang der Aktionärszahlen – DAI-Kurzstudie 3/2002 [2002b]

Leistungen für die Kunden und ist Voraussetzung für einen Beitrag zum Wohle der Gesellschaft<sup>190</sup>.

### 3.3 Bisherige Kodices

Die folgende Abbildung visualisiert die Entwicklung der Corporate Governance im zeitlichen Verlauf von Mai 1998 bis Oktober 2002. Der Vollständigkeit halber sind hier alle wichtigen Ereignisse aufgeführt.

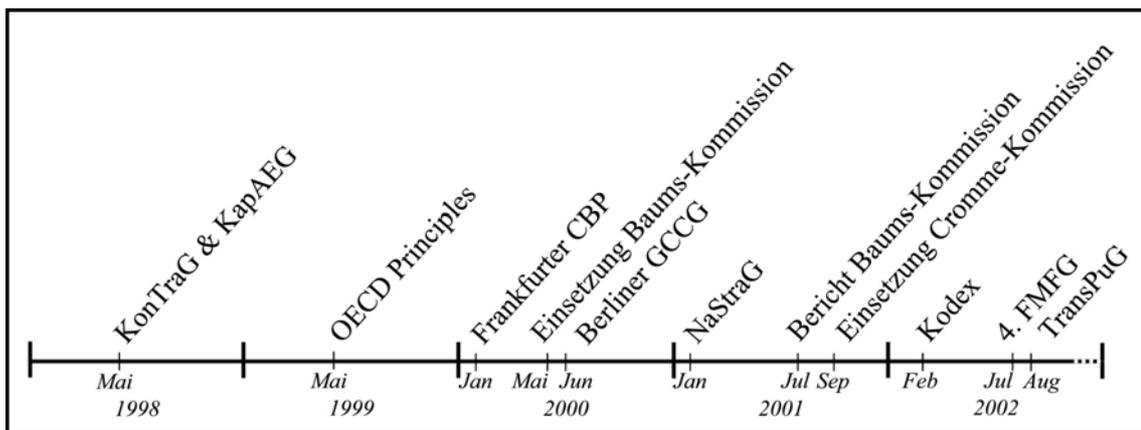


Abbildung 5: Chronologie der Corporate Governance Entwicklung in Deutschland<sup>191</sup>

Nachdem die gesetzlichen Rahmenbedingungen bereits erläutert wurden, sollen an dieser Stelle die Entwicklungen bis Anfang 2002 beschrieben werden.

Neben den beiden recht populären Kodices der *Frankfurter Grundsatzkommission* und des *Berliner Initiativkreises*, sowie dem Bewertungsschema für Corporate Governance Performance von der *Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA)*, gibt es noch einige weitere Regelwerke, die jedoch in der Öffentlichkeit keine große Beachtung fanden. Zum einen ist die im September 2000 von der *Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.* veröffentlichte Schrift „Externe und interne Überwachung der Unternehmung“ zu nennen, die allerdings kein schlüssiges Corporate Governance Konzept bietet, sondern eher aus Überlegungen zur Weiterentwicklung des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich besteht<sup>192</sup>. Vorschläge zur Verbesserung des KonTraG lieferte auch ein Positionspapier des *Instituts der Wirtschaftsprüfer Deutschland e.V. (IDW)* in dem es vor allem um eine verbesserte Unter-

<sup>190</sup> Breuer, R.-E. [2001], S. 548

<sup>191</sup> Eigene Darstellung

<sup>192</sup> Vgl. Volk, G.: Deutsche Corporate Governance-Konzepte [2001], S. 414

nehmensüberwachung und verstärkte Publizität geht<sup>193</sup>. Auch *institutionelle Anleger* wie die DWS oder die DePfa<sup>194</sup> haben Regelwerke zur Unternehmensführung und -kontrolle entwickelt, von denen Teile – zumindest des letzteren – in den Code of Best Practice der Frankfurter Grundsatzkommission Eingang gefunden haben<sup>195</sup>.

### 3.3.1 Inhalt bisheriger Kodices

Nachstehend werden Entstehung und Inhalt der Kodices der Frankfurter Kommission (vgl. unter a) und des Berliner Initiativkreises (vgl. unter b) sowie der DVFA-Scorecard (vgl. unter c) erläutert.

a) Die Frankfurter Grundsatzkommission Corporate Governance, bestehend aus zehn Mitgliedern<sup>196</sup>, wurde 1999 ins Leben gerufen<sup>197</sup> und stellte ihren „Code of Best Practice für börsennotierte Aktiengesellschaften“ (CBP) im Januar 2000 vor<sup>198</sup>. Das erklärte Ziel der Grundsätze ist es, einerseits den Aktiengesellschaften einen Leitfaden für gute Unternehmensleitung und -überwachung an die Hand zu geben<sup>199</sup> und andererseits das deutsche System der Corporate Governance gegenüber ausländischen institutionellen Investoren zu dokumentieren<sup>200</sup>. So beschreibt Kommissionsmitglied Schneider die Richtlinien, zu deren Erstellung auch die Meinung angelsächsischer Experten eingeholt wurde<sup>201</sup>, als „kapitalmarktorientierte Corporate Governance-Grundsätze“<sup>202</sup>.

Der Inhalt gliedert sich in drei Kapitel, wobei das erste generelle Fragen zur Unternehmensführung und -kontrolle behandelt und in diesem Kontext auch die Erfüllung der OECD-Principles durch bestehendes deutsches Gesetz erläutert. Das zweite Kapitel ist den Rechten und Pflichten des Vorstands gewidmet, während sich das umfangreichste letzte Kapitel mit dem Aufsichtsrat beschäftigt<sup>203</sup>. Der Frankfurter Code of Best Practice stieß in der Praxis auf recht positive Resonanz und war ausschlaggebend für die Diskussion um die Fortentwicklung des deutschen Unternehmensrechts<sup>204</sup>.

---

<sup>193</sup> Vgl. Pfitzer, N. [2002a], S. 158

<sup>194</sup> Deutsche Pfandbrief AG

<sup>195</sup> Vgl. Pellens, B. et al.: Umsetzung von Corporate-Governance-Richtlinien in der Praxis – Eine empirische Analyse der DAX 100-Unternehmen [2001], S. 1244

<sup>196</sup> Die Kommission setzt sich zusammen aus Prof. Dr. Theodor Baums (Vorsitzender), Prof. Dr. Dieter Feddersen, Ulrich Hartmann, Robert Koehler, Ulrich Hocker, Prof. Dr. Rolf Nonnenmachen, Prof. Dr. Rüdiger von Rosen, Kim Schindelhauer, Prof. Dr. Uwe H. Schneider und Christian Strenger.

<sup>197</sup> Vgl. Volk, G. [2001], S. 415

<sup>198</sup> Im Juli 2000 wurde eine Aktualisierung vorgenommen.

<sup>199</sup> Vgl. Rosen, R. [2001a]

<sup>200</sup> 80 % des Inhalts gibt gesetzliche Vorschriften wieder.

<sup>201</sup> Vgl. Strenger, C. [2001b], S. 59

<sup>202</sup> Pellens, B. et al. [2001], S. 1245

<sup>203</sup> Vgl. Grundsatzkommission Corporate Governance: Corporate Governance-Grundsätze („Code of Best Practice“) für börsennotierte Gesellschaften [2000], S. 1f

<sup>204</sup> Vgl. Wulfetange, J. [2002], S. 86

b) Der ebenfalls 1999 gegründete Berliner Initiativkreis veröffentlichte sein mit 40 Seiten recht umfangreiches Regelwerk „German Code of Corporate Governance“ im Juni 2000. Unter der Führung Axel von Werders entwarf die zehnköpfige Kommission<sup>205</sup> einen Verhaltenskatalog, der als „Handlungsempfehlung der modernen Managementlehre“<sup>206</sup> bezeichnet werden kann. Denn im Mittelpunkt der Betrachtung steht die betriebswirtschaftliche Lehre von Unternehmensführung und Organisation<sup>207</sup> wobei dem Vorstand weit mehr Bedeutung beigemessen wird als dem Aufsichtsrat<sup>208</sup>.

Den Hauptbestandteil des German Code of Corporate Governance (GCCG) bilden die elf Berliner Thesen, welche beispielsweise die zentrale Stellung des Vorstands, den Stakeholder-Ansatz und die Notwendigkeit zur Evaluation und Kommunikation von Corporate Governance hervorheben<sup>209</sup>. Zur Umsetzung der Richtlinien empfehlen Peltzer und von Werder einen Bericht über die Einhaltung des GCCG im Geschäftsbericht oder in gesonderten Unternehmensgrundsätzen, in denen dargelegt wird, welche Leitlinien übernommen werden und welche Regeln aus welchen Gründen nicht befolgt werden<sup>210</sup>.

c) Im Gegensatz zu den oben genannten Kodices stellt die „Corporate Governance Scorecard“ der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) keine eigenen Regeln auf, sondern hilft vielmehr bei der Umsetzung von Leitsätzen wie die der Frankfurter Grundsatzkommission. Sie soll sowohl den Analysten und Investoren als praxisgeeignetes Arbeitsmittel zur strukturierten Bewertung von Corporate Governance dienen<sup>211</sup> als auch Gesellschaften helfen, ihr eigenes System zu evaluieren<sup>212</sup>.

Nachdem die erste vom „DVFA-Arbeitskreis Corporate Governance“ entwickelte Version vom Juni 2000 auf den Frankfurter Grundsätzen basierte<sup>213</sup>, wurde die Bewertungsmatrix nach Erscheinen des Deutschen Corporate Governance Kodex an diesen angepasst. Inzwischen erfasst die Version 2.0 die Mehrheit der Verhaltensempfehlungen und einen Teil der Anregungen sowie internationale Best Practice Standards aus Sicht

---

<sup>205</sup> Die Mitglieder sind: Prof. Dr. Wolfgang Bernhardt, Dr. Clemens Grosche, Heinrich Augustinus Graf Henckel von Donnersmarck, Norbert Nelles, Dr. Martin Peltzer, Prof. Dr. Klaus Pohle, Dr. Ernst F. Schröder, Dr. Alfons F. Titzrath und Prof. Dr. Axel von Werder (Vorsitzender).

<sup>206</sup> Pellens, B. et al. [2001], S. 1245

<sup>207</sup> Vgl. Rosen, R. [2001a]

<sup>208</sup> Vgl. Peltzer, M. / von Werder, A.: Der „German Code of Corporate Governance (GCCG)“ des Berliner Initiativkreises [2001], S. 2

<sup>209</sup> Vgl. Berliner Initiativkreis German Code of Corporate Governance: Berliner Thesen zur Corporate Governance [2001], S. 121ff

<sup>210</sup> Vgl. Peltzer, M. / von Werder, A. [2001], S. 6

<sup>211</sup> Vgl. Diehl, U. [2001], S. 411

<sup>212</sup> Vgl. Rosen, R. [2001a]

<sup>213</sup> Vgl. Strenger, C.: Corporate Governance in Deutschland [2002]

der Investoren und Analysten<sup>214</sup>. Aufgebaut ist die Scorecard analog zum Kodex, dessen einzelne Kapitel mit einer Gewichtung versehen sind.

### **3.3.2 Akzeptanz und Umsetzung der bisherigen Corporate Governance Richtlinien**

In diesem Kapitel sollen verschiedene existierende Studien und Umfragen dahingehend ausgewertet werden, inwiefern die deutschen Unternehmen die Notwendigkeit der Corporate Governance erkannt und Schritte zur Umsetzung eingeleitet haben bzw. schon über Kodices verfügen.

Eine geringe Relevanz wird der Corporate Governance durch DAX-100 Unternehmen und Investoren in einer Umfrage im Jahr 1997 beigemessen. Gemäß der Ergebnisse halten nur knapp die Hälfte der Befragten die Beachtung von CG-Standards für wichtig<sup>215</sup>.

Einen Anhaltspunkt zu den IR-Aktivitäten deutscher Unternehmen sowie deren Einstellung zu Corporate Governance liefert eine Untersuchung, die Steiger 1998 durchführte. Er kam zu dem Ergebnis, dass sich die Mehrheit der börsennotierten Aktiengesellschaften zukünftig stärker mit der Thematik der Unternehmensleitung und -kontrolle auseinandersetzen möchten<sup>216</sup>.

Eine geringe Rücklaufquote von nur einem Drittel bei den deutschen Unternehmen zeugte von wenig Interesse am Thema Corporate Governance, als das Wochenmagazin Stern Ende 1999 in Zusammenarbeit mit den Experten des Washingtoner Investor Responsibility Research Center (IRRC) und der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) die 70 größten europäischen Unternehmen inklusive der DAX-30 Gesellschaften untersuchte. Noch niederschmetternder ist ein Blick auf die – zugegebenermaßen wenig aussagekräftigen – Ergebnisse: neun der letzten zehn Unternehmen im Ranking waren deutsche Gesellschaften. Hoffnung hingegen vermittelten Unternehmen wie Epcos, RWE, BASF und Schering, die an der Spitze mit dabei waren<sup>217</sup>.

Den Stand der Umsetzung von CG-Richtlinien bei den DAX-100 Unternehmen, insbesondere des Frankfurter und Berliner Code sowie der DVFA-Scorecard, untersuchten

---

<sup>214</sup> Vgl. Böcking, H.-J.: Die neue DVFA-Scorecard [2002], S. 6

<sup>215</sup> Vgl. BDI / PwC [2001], S. 18

<sup>216</sup> Untersucht wurden 83 Unternehmen aus dem DAX, MDAX, Neuen Markt sowie andere Gesellschaften des Amtlichen Handels. Die größte Bereitschaft zur stärkeren Beschäftigung mit Corporate Governance zeigten hierbei die DAX- und MDAX-Unternehmen mit je 71 % während die anderen sowie die Neue-Markt-Gesellschaften nur zu 67 % bzw. 50 % planten, sich stärker mit Corporate Governance auseinanderzusetzen. Vgl. Steiger, M.: Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance [2000]

<sup>217</sup> Vgl. o.V.: Zu niedrig gesprungen [2002m]

Pellens, Hillebrandt und Ulmer in ihrer Studie Ende 2000<sup>218</sup>, die mit einem Rücklauf von 72 % recht aussagekräftige Ergebnisse liefert. Positiv ist zu bewerten, dass immerhin 94 % der antwortenden 19 DAX- und 53 MDAX-Unternehmen den Begriff Corporate Governance zumindest kannten. Assoziiert wurde hiermit vor allem Unternehmenstransparenz (85 %) sowie Unternehmenskontrolle (74 %). Wohlwollend standen die befragten Gesellschaften der Regelung von Fragen der Corporate Governance in Form von CG-Richtlinien gegenüber: Nur 3 % hielten diese für gänzlich sinnlos. Auf die Frage, wie Richtlinien in Zukunft beschaffen sein sollten, sprach sich ein Großteil für die Beschränkung auf das Wesentliche (85 %) sowie leichte Verständlichkeit (81 %) aus, während nur knapp ein Viertel die Verbindlichkeit für alle börsennotierten Unternehmen forderte. Interessant ist die Einschätzung der Kursrelevanz von Corporate Governance. So sprechen 58 der befragten Unternehmen CG-Richtlinien einen positiven Effekt auf die Performance der Aktie zu, doch nur 37 Gesellschaften sind der Meinung, dass dieser quantifizierbar ist.

Weiterhin ist das bereits erwähnte Corporate Governance Ranking der DWS vom Juli 2001<sup>219</sup> zu nennen, bei dem es nur drei deutsche Aktiengesellschaften<sup>220</sup> in die Top-Liste der Euro-Stoxx geschafft haben. Besonders positiv hebt die Studie die Deutsche Bank hervor, die als erstes deutsches Unternehmen eigene Guidelines erstellt hat. Auch die Allianz findet als einer der europäischen Vorreiter bezüglich des Angebots von Internet Voting bei der Hauptversammlung eine wohlwollende Erwähnung.

Die relativ aktuelle Studie von Andersen aus dem Frühjahr 2001<sup>221</sup> kann aufgrund ihrer geringen Rücklaufquote von unter 25 % als nicht besonders aussagekräftig eingestuft werden. Der Großteil der 76 teilnehmenden Unternehmen kam hierbei aus dem Neuen-Markt Index NEMAX. Trotzdem geben die Ergebnisse Anhaltspunkte zur Einstellung deutscher Aktiengesellschaften zum Thema Corporate Governance. So sah die Mehrheit hierin die Realisierung verantwortlicher Führung und Überwachung von Unternehmen sowie den Ausgleich unterschiedlicher Stakeholder-Interessen. Berücksichtigt man die weitgehende Zufriedenheit der Vorstände mit der bisher praktizierten Form der Unternehmensüberwachung (89 %), verwundert die Tatsache nicht, dass lediglich 40 % über eigene schriftlich fixierte Corporate Governance Grundsätze verfügen, von denen nur 26 % im Internet veröffentlicht sind. Immerhin haben 63 % dieser Unternehmen einen CG-Beauftragten, was positiv zu bewerten ist. Die Situation bei den Aufsichtsräten kann nicht als zufriedenstellend erachtet werden, denn immerhin 27 % der Teilnehmer verfügen über keine Geschäftsordnung für das Kontrollorgan und lediglich 44 % sehen

---

<sup>218</sup> Vgl. Pellens, B. et al. [2001]

<sup>219</sup> Vgl. DWS [2001]

<sup>220</sup> Deutsche Bank (3. Platz), DaimlerChrysler (13. Platz), Bayer (17. Platz)

<sup>221</sup> Vgl. Andersen [2001]

ihre Aufgabe in der Beratung des Vorstands. Die vom Kodex geforderten Ausschüsse haben sich in der Praxis noch nicht etablieren können: Nur 37 % der Unternehmen verfügen über solche Gremien, wobei lediglich 19 % hiervon ein Audit Committee<sup>222</sup> eingerichtet haben.

Die neuesten Erkenntnisse – allerdings vor allem in Bezug auf Europa – liefert die DWS mit ihrem Ranking der Euro-Stoxx 50 aus dem September 2002<sup>223</sup>. Laut des Updates der bereits im letzten Jahr durchgeführten Studie haben die europäischen Unternehmen in Bezug auf Corporate Governance Fortschritte gemacht. An der deutschen Praxis wird jedoch die fehlende Transparenz zum Abschlussprüfer kritisiert, denn mit Ausnahme von Deutschland veröffentlichen Gesellschaften aus allen Länder die Dauer des Anstellungsverhältnisses sowie Prüfungs- und sonstige Honorare des Abschlussprüfers.

Insgesamt kann also eine – anfangs sehr zögerliche, doch in den letzten beiden Jahren durchaus gewachsene – Akzeptanz der Corporate Governance für die Unternehmensstrategie festgestellt werden.

Im Folgenden soll der Stand der Umsetzung bei den einzelnen Kodices untersucht werden, wobei zuerst auf den Code of Best Practice der Frankfurter Grundsatzkommission eingegangen werden soll (vgl. unter a). Anschließend wird die praktische Relevanz des Berliner German Code of Corporate Governance erörtert (vgl. unter b), während zuletzt die Anwendung der DVFA-Scorecard beleuchtet wird (vgl. unter c).

a) Den Frankfurter Code of Best Practice kennen laut der bereits erwähnten Studie von Pellens, Hillebrandt und Ulmer 78 % der befragten Unternehmen. Bei einer Beurteilung mit Schulnoten schneidet der CBP in der Gesamtwertung überraschenderweise mit 2,4 vor dem GCCG und der DVFA-Scorecard am besten ab, nachdem er in den einzelnen Disziplinen Verständlichkeit, Praxisrelevanz, Erfüllbarkeit der Kriterien und Nützlichkeit fürs Unternehmen durchweg hinter dem GCCG lag<sup>224</sup>. Beim Stand der Umsetzung jedoch hat das Frankfurter Regelwerk klar die Nase vorn, denn zehn der Teilnehmer gaben an, den CBP ganz oder teilweise als Basis für schriftlich fixierte CG-Richtlinien verwendet zu haben. Von den 30 Unternehmen, die eine Einführung von Guidelines planen, wollten immerhin 14 den Frankfurter Katalog als Grundlage verwenden<sup>225</sup>.

b) Dem Vorsitzenden des Berliner Initiativkreises, Prof. von Werder, war es ein besonderes Anliegen, die Akzeptanz der elf Thesen aus seinem German Code of Corpor-

---

<sup>222</sup> Soll-Empfehlung im Kodex.

<sup>223</sup> Vgl. DWS: DWS Corporate Governance Survey [2002], S. 12

<sup>224</sup> Vgl. Pellens, B. et al. [2001], S. 1246f

<sup>225</sup> Zum Vergleich: Der GCCG wurde von keinem der befragten DAX-100 Aktiengesellschaften verwendet oder geplant.

ate Governance in der Praxis zu untersuchen, weshalb er im November 2000 eine Studie bei den DAX-100 Unternehmen durchführte<sup>226</sup>. Auf den ersten Blick erscheint das Ergebnis von 85 % Zustimmung durchaus positiv zu sein; unter Beachtung der geringen Rücklaufquote von nur 37 antwortenden Aktiengesellschaften verliert die Aussage jedoch einiges an Gewicht. Die niedrige Rücklaufquote zeigt die geringe Bedeutung, die dem Code in der Praxis beigemessen wird und auch die weitgehende Zustimmung zu den Thesen kann nicht als Erfolgsbescheinigung dienen, denn ein bloßes Bejahen einer Aussage sagt noch nicht sehr viel aus. So kann ein Vorstand sehr wohl der Meinung sein, das Corporate Governance Richtlinien gelebt werden müssen, ob er aber die Unternehmensführung und -kontrolle tatsächlich verbessert sei dahingestellt.

Die repräsentativere Studie, die Pellens, Hillebrandt und Ulmer fast zum gleichen Zeitpunkt durchführten, wirft ein schlechteres Licht auf den GCCG, denn hier gaben lediglich 37 % der DAX-100 Unternehmen an, den Berliner Code zu kennen. Unter diesen Unternehmen wurde er jedoch recht positiv bewertet, was Verständlichkeit, Praxisrelevanz, Erfüllbarkeit der Kriterien und Nützlichkeit fürs Unternehmen anbelangte. Trotzdem lag er in der gesamten Wertung hinter dem CBP, was sich auch in der tatsächlichen sowie geplanten Umsetzung widerspiegelt. So gibt kein einziges Unternehmen an, den GCCG übernehmen zu wollen, nicht einmal die drei Unternehmen, deren Vertreter bei der Formulierung der Richtlinien beteiligt waren<sup>227</sup>.

c) Pellens, Hillebrandt und Ulmer erfassten in ihrer Untersuchung auch die Anwendung der DVFA-Scorecard. Bekannt ist dieses Instrument zur Unternehmensbewertung immerhin rund 75 % der antwortenden Unternehmen, bei der Beurteilung in Schulnoten schneidet es allerdings hinter dem CBP und dem GCCG am schlechtesten ab - mit Ausnahme der Nützlichkeit für das Unternehmen; hier belegte die Scorecard den ersten Platz. Dass zwischen Theorie und Praxis oftmals Unterschiede bestehen, beweisen die Ergebnisse der nächsten Frage, denn nur die Hälfte der Befragten gaben an, die DVFA-Scorecard in ihrem Unternehmen schon angewandt zu haben. Von diesen 50 % wollte rund ein Fünftel das Ergebnis nicht nennen, was möglicherweise auf einen schlechten Score hindeutet. Von den übrigen Gesellschaften gaben 86 % an, eine Punktzahl von 67 Prozent und mehr erreicht zu haben, was von der DVFA als positiv eingestuft wird<sup>228</sup>. Dieses anscheinend so zufriedenstellende Ergebnis muss allerdings etwas eingeschränkt werden, da die unternehmensinterne Bewertung zumeist sehr viel positiver

---

<sup>226</sup> Vgl. Pohle, K. / von Werder, A. [2001], S. 1101ff

<sup>227</sup> Vgl. Pellens, B. et al. [2001], S. 1246ff

<sup>228</sup> Vgl. ebenda

ausfallen wird als eine Einschätzung durch unabhängige Dritte, was auch eine an der Universität Frankfurt durchgeführte Untersuchung beweist<sup>229</sup>.

### 3.4 Deutscher Corporate Governance Kodex

Der seit Februar diesen Jahres vorliegende Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) ist das erste verbindliche Regelwerk bezüglich Unternehmensführung und -kontrolle in Deutschland. Der Katalog mit Empfehlungen und Anregungen besitzt zwar selbst keine Gesetzesgültigkeit, jedoch ist eine Erklärung, ob die Regeln eingehalten bzw. welche nicht angewandt werden, laut dem neuen, durch das TransPuG eingefügten, § 161 AktG vorgeschrieben.

#### 3.4.1 Entstehung des Deutschen Corporate Governance Kodex

Den ersten Grundstein für einen einheitlichen Deutschen Corporate Governance Kodex legte Bundeskanzler Gerhard Schröder, als er am 29. Mai 2000 die Regierungskommission „Corporate Governance – Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts“ unter Leitung des Rechtsprofessors Theodor Baums einsetzte. Die Gründe für die Bildung der Kommission dürften in der Erkenntnis der politischen Führung liegen, dass gerade vor dem Hintergrund spektakulärer Unternehmenskrisen und -konkurse ein Regelwerk vonnöten ist, auf den die hiesigen Manager – zumindest teilweise – verpflichtet werden können. Auch sollte die bisherige unübersichtliche Lage aufgrund des Nebeneinanders diverser privater Kodices beseitigt werden<sup>230</sup>. Zum anderen wuchs der Druck seitens des Auslands, vor allem der angelsächsischen Länder, die schon lange mit Corporate Governance Guidelines operieren und diese auch in anderen Staaten erwarten.

So nahm die Baums-Kommission<sup>231</sup> ihre Arbeit im Juni des gleichen Jahres auf und legte ein Jahr später, am 10. Juli 2001, ihren über 300 Seiten starken Abschlussbericht vor, in dem sie circa 150 Empfehlungen zu den Themen Leitungsorgane, Aktionäre und Anleger, Unternehmensfinanzierung, Informationstechnologie und Publizität sowie Rech-

---

<sup>229</sup> In dieser Untersuchung der DAX-100 Unternehmen gaben sich die 26 teilnehmenden Aktiengesellschaften einen doppelt so hohen DVFA-Score wie der durch Externe berechnete. Vgl. DVFA: Transparenz der Corporate Governance in Deutschland wichtig [2001]

<sup>230</sup> Vgl. Seibert, U.: Im Blickpunkt: Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist da [2002], S. 581

<sup>231</sup> Die Mitglieder sind Dr. Paul Achleitner, Prof. Dr. Dr. h.c. Theodor Baums, Hans Martin Bury, Dr. Karl-Gerhard Eick, Andrea Fischer, Dr. Hansjörg Geiger, Dr. h.c. Ulrich Hartmann, Prof. Dr. Herbert Henzler, Ulrich Hocker, Caio K. Koch-Weser, Hilmar Kopper, Prof. em. Dr. Dr. h.c. Marcus Lutter, Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher, Heinz Putzhammer, Kim Schindelhauer, Gerhard Schmid, Hubertus Schmoldt, Dr. Werner G. Seifert, Ludwig Stiegler, Christian Strenger, Dr. Alfred Tacke, Margareta Wolf und Klaus Zwickel.

nungslegung und Prüfung aussprach<sup>232</sup>. Unter anderem schlug er die Schaffung einer weiteren Regierungskommission vor, die einen über das TransPuG zu verankernden Kodex schaffen sollte.

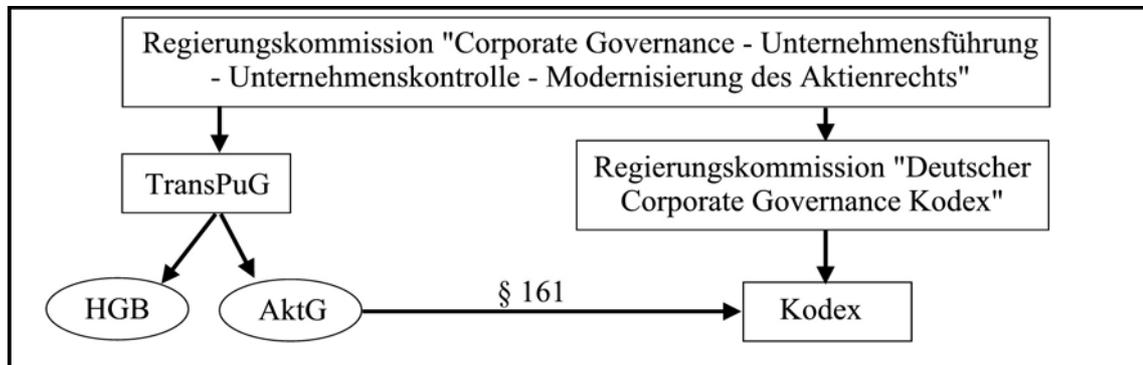


Abbildung 6: Zusammenhang zwischen Baums-Kommission, TransPuG und Kodex<sup>233</sup>

Die ehemalige Bundesministerin für Justiz, Frau Professor Dr. Herta Däubler-Gmelin, folgte den Empfehlungen der Baums-Kommission, indem sie am 6. September 2001 die „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex“ unter Leitung des Aufsichtsratsvorsitzenden der ThyssenKrupp AG, Dr. Gerhard Cromme, einsetzte<sup>234</sup>. Für eine gleichberechtigte Vertretung aller Stakeholder-Interessen sorgte die Besetzung mit Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern, Wirtschaftsprüfern und Wissenschaftlern, institutionellen Anlegern sowie Vertretern von Arbeitnehmer, der Börse und Schutzgemeinschaften für Kleinaktionäre<sup>235</sup>. Dabei wurde nicht nur auf die Ausgewogenheit bezüglich der Branchen, sondern auch auf die Größenverteilung geachtet<sup>236</sup>.

Nachdem bereits am 18. Dezember 2001 ein Diskussionsentwurf veröffentlicht worden war<sup>237</sup>, übergab Gerhard Cromme im Rahmen einer Pressekonferenz die endgültige Version des DCGK am 26. Februar 2002 an die Bundesjustizministerin. Der Kommissionsvorsitzende bezeichnete den Kodex dabei als einen Katalog mit „Referenzgröße“, der „allen Beobachtern deutscher Unternehmen aus dem In- und vor allem Ausland, aus

<sup>232</sup> Vgl. Baums, Theodor (Hrsg.): Bericht der Regierungskommission Corporate Governance: Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts [2001b]

<sup>233</sup> Eigene Darstellung

<sup>234</sup> Neben dem Vorsitzenden Dr. Gerhard Cromme gehören der Kommission folgende Personen an: Dr. Paul Achleitner, Dr. Rolf-E. Breuer, Dr. Hans-Friedrich Gelhausen, Ulrich Hocker, Max Dietrich Kley, Prof. em. Dr. Dr. h.c. Marcus Lutter, Volker Potthoff, Heinz Putzhammer, Peer Michael Schatz, Christian Strenger, Prof. Dr. Axel von Werder und Dr. Wendelin Wiedeking.

<sup>235</sup> Vgl. Regierungskommission [2001], S. 3

<sup>236</sup> Neben der Stahl-, Chemie/Pharma-, Biotechnologie- und Automobilbranche war auch die Versicherungs- und Kreditwirtschaft vertreten. Außerdem sorgte die Aufnahme von Abgesandten aus dem großen Mittelstand und dem Neuen Markt für mehr Ausgewogenheit. Vgl. Seibert, U. [2002], S. 582

<sup>237</sup> Vgl. Seibt, C. H.: Deutscher Corporate Governance Kodex und Entsprechenserklärung (§ 161 AktG) [2002], S. 249

Politik, Wirtschaft, Gewerkschaften, aber auch aus Medien und Kapitalmärkten zur Beurteilung unseres Tun und Lassen dient“<sup>238</sup>.

Der Kodex, in den Inhalte des Frankfurter Code of Best Practice sowie des Berliner GCCG eingeflossen sind, soll gleich zwei Funktionen erfüllen. Zum einen sollen den (potentiellen) Share- und Stakeholdern die Grundzüge des deutschen Corporate Governance Modells vermittelt werden (Kommunikationsfunktion), zum anderen will das Regelwerk Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung setzen (Ordnungsfunktion), wozu beispielsweise die Erleichterung der persönlichen Wahrnehmung der Aktionärsrechte gehört<sup>239</sup>.

Die Einordnung des Kodex in die deutsche Rechts-Landschaft fällt einigermaßen schwer. So weist Ulmer darauf hin, dass der DCGK nicht mit anderen bestehenden Kodices vergleichbar ist, wie etwa dem Übernahme-Kodex und den Insider-Richtlinien, da diese ohne zivilrechtliche Anerkennung durch die Gesellschaft nicht bindend sind, was jedoch beim Corporate Governance Kodex der Fall ist. Weil beim Kodex keine langjährige tatsächliche Übung gegeben ist, sieht er auch für die Definition als bestehenden Handelsbrauch keine Grundlage<sup>240</sup>. Ebenso können Parallelen zu dispositivem Recht ausgeschlossen werden, da dieses immer dann gilt, wenn nicht anderes vereinbart wurde und zudem keine Offenlegung hierüber notwendig ist<sup>241</sup>. Statt dessen sind gewisse Ähnlichkeiten zu § 342 HGB sichtbar, der die Einsetzung eines privaten Rechnungslegungsgremiums regelt<sup>242</sup>. Dagegen spricht allerdings, dass die Cromme-Kommission diese Auffassung ausdrücklich nicht teilt<sup>243</sup>. Als durchaus zutreffend kann jedoch die Definition von Berg und Stöcker eingestuft werden, die in dem als „Comply-or-Explain“ deklarierten Prinzip eher ein „Comply-or-declare/disclose“ System sehen, da Abweichungen nur offengelegt, nicht aber begründet werden müssen<sup>244</sup>.

In der Öffentlichkeit wurde der Kodex sehr unterschiedlich aufgenommen. Während der Deutsche Bank Vorstand Josef Ackermann den Cromme-Kodex als „gutes Marketing-

---

<sup>238</sup> Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex: Ausführungen von Dr. Gerhard Cromme anlässlich der Pressekonferenz nach Übergabe des Deutschen Corporate Governance-Kodex, [2002], S. 2

<sup>239</sup> Vgl. von Werder, A.: Der Deutsche Corporate Governance Kodex – Grundlagen und Einzelbestimmungen [2002], S. 802

<sup>240</sup> Vgl. Ulmer, P.: Der Deutsche Corporate Governance Kodex – ein neues Regulierungsinstrument für börsennotierte Aktiengesellschaften [2002], S. 159f

<sup>241</sup> Vgl. Berg, S. / Stöcker, M. [2002], S. 1571

<sup>242</sup> Als Beispiele nennt er Parallelen bei der Berufung der Mitglieder in die Gremien durch das Bundesjustizministerium, sowie bei den Hauptaufgaben, nämlich der Erstellung von Empfehlungen. Vgl. Ulmer, P. [2002], S. 161ff

<sup>243</sup> Als Argumente gegen eine solche Anordnung wird die Tatsache angeführt, dass die Kodex-Kommission keine der in § 342 HGB genannten Funktionen erfüllt. Außerdem ist die Pflicht zur Abgabe des Kodex nicht in Kodex selbst verankert, sondern gesetzlich geregelt.

<sup>244</sup> Vgl. Berg, S. / Stöcker, M. [2002], S. 1571

instrument der deutschen Wirtschaft“ bezeichnet, mit dem das Ansehen Deutschlands verbessert werden könne<sup>245</sup> und Axel von Werder, Vorsitzender des Berliner Initiativkreises, im vorliegenden Regelwerk „einen Schritt in die richtige Richtung“ sieht<sup>246</sup>, hält DaimlerChrysler-Finanzvorstand Manfred Gentz den Kodex für das Produkt einer Modeerscheinung<sup>247</sup>, das Manager Magazin spricht gar von einem „Sammelsurium vager Versprechen“<sup>248</sup>.

Nach eingehender Betrachtung kann jedoch festgestellt werden, dass der Kodex zwar (noch) nicht weit genug geht, trotzdem aber viele gute Ansatzpunkte enthält, die zu einer besseren Corporate Governance führen. Denn einige der Empfehlungen und viele der Anregungen entsprechen nicht dem derzeit üblichen Standard in allen börsennotierten Unternehmen<sup>249</sup>. Zusätzlich ist zu beachten, dass der Kodex kein statisches Werk darstellt. Vielmehr wird er durch die Cromme-Kommission, die als „Standing Commission“ bestehen bleibt, mindestens einmal pro Jahr an die aktuellen Erfordernisse angepasst<sup>250</sup>. Zur Weiterentwicklung des Regelwerks trägt auch die Deutsche Corporate Governance Kodex-Konferenz (DCGKK) bei, die im Juli 2002 erstmalig stattfand und ab nun für jedes Jahr geplant ist. Somit ist anzunehmen, dass einige der Anregungen in Zukunft als verbindliche Empfehlungen deklariert und neue weitergehende Regeln aufgenommen werden.

### 3.4.2 Inhalt des Deutschen Corporate Governance Kodex

Ganz bewusst wurde der Kodex nicht als Gesetz, sondern als flexibles Regelwerk geschaffen, das zum besseren Verständnis der deutschen Corporate Governance Struktur bei den Investoren beitragen soll, andererseits aber den Unternehmen auch ermöglicht, sich durch über den Kodex hinausgehende Standards zu profilieren.

Grundsätzlich kann der Inhalt des Kodex in zwei Hälften unterteilt werden. Zum einen gibt er *geltendes Recht* wieder, was zumeist durch das Wort „muss“ symbolisiert wird. Zugrunde gelegt wurden hierbei Auszüge aus dem Aktiengesetz (AktG), dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)<sup>251</sup>. Zum anderen enthält der DCGK *Empfehlungen*, durch die Verwendung des Wortes „soll“ gekennzeichnet, und *Anregungen*, die immer dann vorliegen, wenn „sollte“ oder „kann“ bei der Formulierung der Regeln benützt wird. Die 62 Empfehlungen

---

<sup>245</sup> Vgl. Büschemann, K.-H. [2002]

<sup>246</sup> Von Werder, A. [2002], S. 810

<sup>247</sup> Vgl. Jocham, A. /Heilmann, D. H.: Daimler-Finanzchef fordert Euro-SEC [2002]

<sup>248</sup> o.V.: Sollen statt müssen [2002j]

<sup>249</sup> Vgl. von Werder, A. [2002], S. 802

<sup>250</sup> Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex: Deutscher Corporate Governance Kodex [2002], S. 2

<sup>251</sup> Vgl. Schüppen, M.: Der Kodex – Chancen für den Deutschen Kapitalmarkt! [2002], S. 1117

können als verbindlich angesehen werden, denn Abweichungen hiervon müssen in der Entsprechenserklärung angegeben werden. Die 17 Anregungen hingegen haben freiwilligen Charakter, sie sind als proaktive Anstöße für die weitere Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland zu verstehen<sup>252</sup>.

Die Leitsätze des Kodex gelten laut AktG für alle börsennotierten Aktiengesellschaften, wobei immer dann der Begriff „Unternehmen“ statt „Gesellschaft“ im Kodex gebraucht wird, wenn die Regelungen nicht nur für die Gesellschaft selbst, sondern auch für ihre Konzernunternehmen gelten sollen<sup>253</sup>. Denkbar ist der Einsatz des Regelwerks jedoch auch für (noch) nicht börsennotierte Aktiengesellschaften. Zumindest dann, wenn ein Börsengang in der nächsten Zeit geplant ist, sollte die Unternehmensleitung eine Aussage bezüglich der Einhaltung von Corporate Governance Grundsätzen machen. Auch die Erwartungen von Ratingagenturen und Kreditinstituten im Hinblick auf Basel II könnten durch ein Commitment erfüllt werden<sup>254</sup>.

Die Cromme-Kommission gliederte den Kodex in Anlehnung an den Baums-Bericht nach den Gebieten Aktionäre und Hauptversammlung, Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat, Vorstand, Aufsichtsrat, Transparenz sowie Rechnungslegung und Abschlussprüfung. Dabei wurde auf Klärung von Detailfragen verzichtet und auf eine einfache und leicht verständliche Sprache geachtet, wodurch zumindest die ersten beiden Anforderungen erfüllt sind, die Hopt an einheitliche Corporate Governance Grundsätze stellt<sup>255</sup>. Neben der Schlantheit und der Klarheit fordert er auch Differenzierung und Flexibilität. Während die letztere durchaus als erfüllt angesehen werden kann, ist die Differenzierung zugunsten eines „one-fits-all“ Regelwerks vernachlässigt worden, das oftmals zu sehr auf die großen Konzerne abzielt, während es bei Small und Mip Caps weniger gut angewandt werden kann.

### **3.4.3 Gemeinsamkeiten zwischen Deutschem Corporate Governance Kodex und bisherigen Kodices**

Nach einem inhaltlichen Vergleich ähneln sich vor allem der DCGK und der Code of Best Practice der Frankfurter Grundsatzkommission (vgl. unter a). Doch auch zum Berliner GCCG sind einige Parallelen vorhanden (vgl. unter b). Dies liegt nicht zuletzt daran, dass sowohl der DCGK als auch der Frankfurter CBP zu einem großen Teil geltendes Recht wiedergibt und einige der Mitglieder in mehreren bzw. zusätzlich in der Baums-Kommission mitgewirkt haben. Die personellen Verflechtungen soll die folgen-

---

<sup>252</sup> Vgl. von Werder, A. [2002], S. 802f

<sup>253</sup> Vgl. Kodex [2002], S. 2

<sup>254</sup> Vgl. Berg, S. / Stöcker, M. [2002], S. 1571

<sup>255</sup> Vgl. Hopt, K. J.: Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts – Zum Bericht der Regierungskommission Corporate Governance [2002], S. 49ff

de Grafik verdeutlichen, wobei ein Stern (\*) jeweils den Vorsitz in der Kommission kennzeichnet, während die graue Unterlegung die Zugehörigkeit zur Baums-Kommission symbolisiert.

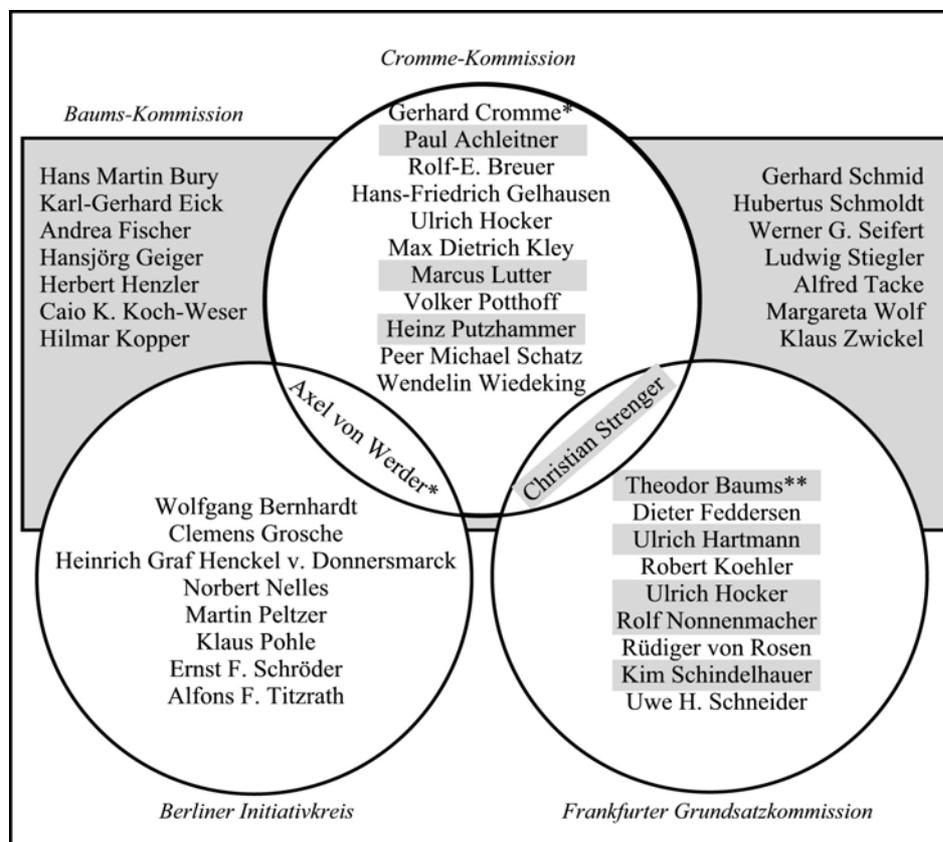


Abbildung 7: Mitglieder der Corporate Governance Kommissionen<sup>256</sup>

a) Die Grundsätze der Frankfurter Kommission ähneln denen der Regierungskommission unter Cromme oftmals sehr stark. Neben vollständig identischen und ähnlichen Passagen (vgl. unter aa), weisen die beiden Regelwerke dennoch stellenweise eklatante Unterschiede auf (vgl. unter ab).

aa) Der aufmerksame Leser stößt zuweilen auf sinngemäß vollkommen identische Abschnitte wie beispielsweise den Artikel II.1.b des Frankfurter Codes im Vergleich zum Kodex-Artikel 4.1.2 (Entwicklung von strategischer Ausrichtung durch den Vorstand in Zusammenarbeit mit dem Aufsichtsrat), des weiteren den Artikel II.2.i im Frankfurter Regelwerk und Kodex-Artikel 6.2 (Veröffentlichung von Stimmrechten) und den Code of Best Practice-Artikel III.1.d (Teilnahme an Aufsichtsratssitzungen) im Vergleich zum Artikel 5.4.6 im Cromme-Kodex. Sogar Passagen mit identischem Wort-

<sup>256</sup> Eigene Darstellung

laut sind zu finden, wie etwa zum Wettbewerbsverbot für den Vorstand im Frankfurter CBP laut Artikel II.4.f bzw. Kodex-Artikel 4.3.1.

Weichere Richtlinien hält das Frankfurter Regelwerk bereit, wenn es um die Veröffentlichung von Quartalsberichten geht. In Artikel II.2.c wird lediglich auf die gesetzlich festgelegte Frist verwiesen, während der Kodex in Artikel 7.1.1 eine Verkürzung auf 45 Tage fordert. Auch beim viel kritisierten Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat zeigt sich der Kodex strenger, indem er in Artikel 5.4.1 maximal zwei ehemalige Vorstände erlaubt. Der CBP hingegen rät in Artikel III.1.b nur, dass „die Wahl ausscheidender Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat [...] nicht den Regelfall bilden“ sollte.

ab) Doch enthalten die Frankfurter Grundsätze auch Stellen, die teilweise wesentlich über den Kodex hinausgehen. So beschreibt Artikel III.3 die denkbaren durch den Aufsichtsrat zu bildenden Ausschüsse im Detail, während der Kodex lediglich vage Vorschläge gibt – abgesehen vom Audit Committee, dessen Einrichtung im DCGK eine Soll-Empfehlung darstellt. Ähnlich ausführlich äußert sich der CBP in Artikel III.2.e zur Thematik des Abschlussprüfers, der Kodex handelt diesen – sehr wichtigen – Punkt recht kurz ab.

Neben den Passagen, die lediglich die gleiche Thematik ein wenig anders abhandeln, findet man auch Stellen, wo der CBP Inhalte bietet, die im Kodex gar nicht zu finden sind. So etwa Artikel II.2.e der als Inhalt für Quartalsberichte auch eine Segmentsberichterstattung sowie die Angabe des Ergebnisses pro Aktie fordert. Auch Artikel II.3.a (Sperrfrist bei der Ausübung der Rechte aus Aktienoptionsprogrammen nach frühestens zwei Jahren) findet keine Entsprechung im DCGK.

b) Aufgrund der bereits oben beschriebenen unterschiedlichen Ansätze des *Berliner German Code of Corporate Governance* und des Kodex der Cromme-Kommission sind relativ wenige Gemeinsamkeiten zu entdecken. Vor allem durch den tiefen Einstieg in die betriebswirtschaftlichen Prozesse des German Code im Gegensatz zum Kodex, der eher einen Handlungsrahmen zur Unternehmensführung darstellt, gehen die Grundsätze des Berliner Initiativkreises oftmals über die der Regierungskommission hinaus. Unterschiede werden auch bei den jeweiligen Kapiteln zum Vorstand und Aufsichtsrat deutlich. Während der GCCG Grundprinzipien, Aufgaben, Organisation, Entscheidungsfindung und Willensbildung sowie persönliches Verhalten und Vergütung des Vorstands detailliert beschreibt, konzentriert sich der Kodex vor allem auf die Leitsätze zum Aufsichtsrat.

Im Folgenden sollen einige signifikante Unterschiede (vgl. unter ba) der beiden Regelwerke herausgearbeitet, aber auch die Gemeinsamkeiten beleuchtet werden (vgl. unter bb).

ba) An den meisten Stellen geht der Berliner GCCG über den DCGK der Cromme-Kommission hinaus. So enthält der German Code of Corporate Governance in Arti-

kel II.1 beispielsweise detaillierte Vorgaben zur personellen Besetzung des Vorstands, dessen Mitgliederzahl er in Artikel III.3.1 auf drei bis neun Personen festlegt, während der Kodex in Artikel 4.2.1 lediglich die Mehrköpfigkeit vorschreibt. Bezüglich der Gewährung von Stock Options schreibt der Berliner Code in Artikel III.6.3 eine Deckelung der Gewinne von Vorstandsmitgliedern vor.

Auch für den Aufsichtsrat sind teilweise stichhaltigere Grundsätze gewählt worden. Zu nennen ist hier die Informationsversorgung des Aufsichtsrats, die durch ein Informationssystem gewährleistet werden soll (GCCG Art. II.2.2) und eine definitive Altersgrenze für Aufsichtsrat-Mitglieder von maximal 70 Jahren in Artikel IV.4.5. Einem Thema, das in keinem der beiden anderen Kodices adäquat behandelt wird, namentlich die Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat, wird im GCCG sogar ein ganzes Unterkapitel (V.2) eingeräumt. Auch bezüglich der Transparenz enthält das Berliner Regelwerk strengere Leitsätze als der Kodex. Als Beispiel ist hier die Pflicht zur Deutlichmachung von Risiken bezüglich Geschäftsaktivitäten in Artikel VI.1.7 zu nennen, sowie die Empfehlung, sich nicht missverständlich, mehrdeutig oder gar irreführend zu äußern, wozu Artikel VI.1.8 insbesondere wahrheitswidrige Dementis bei geplanten Vorhaben zählt.

Einige wenige Passagen, in welchen der Cromme-Kodex über den Berliner Code hinausgeht, sind vor allem beim Aufsichtsrat zu finden, dem im DCGK wesentlich mehr Relevanz zugesprochen wird. So spricht der Berliner GCCG in Artikel IV.2.4 lediglich von Beratung des Vorstands durch den Aufsichtsrat bei wichtigen Vorhaben, während der Kodex in Artikel 5.1.1 keine Einschränkungen vornimmt. Die Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern zu verschiedenen Terminen (Kodex Art. 5.4.4) und der Vermerk im Geschäftsbericht bei häufigem Fehlen von Mitgliedern des Kontrollorgans bei Sitzungen (Kodex Art. 5.4.6) finden keine Entsprechungen im GCCG. Des Weiteren ist im Berliner Code in Artikel VI.2.7 lediglich von einem Vorschlag für den Abschlussprüfer die Rede, während der Kodex dem Aufsichtsrat sogar die Auftragserteilung an diesen zuspricht (Art. 7.2.2).

bb) Doch sind auch zwischen diesen beiden Werken gewisse Parallelen zu finden. So darf der Vorstand laut beider Kodices keine dem Unternehmen widersprechenden Interessen verfolgen (GCCG Art. III.5.1 und Kodex Art. 4.3.3) sowie Geschäftschancen der Gesellschaft für sich selbst oder nahe stehende Personen nutzen (GCCG Art. III.5.2 und Kodex Art. 4.3.2). Identischen Wortlaut findet man bezüglich der Effizienzprüfung des Aufsichtsrats (GCCG Art. IV.2.6 und Kodex Art. 6.3). Zur Steigerung der Transparenz schreiben die Berliner Regelungen in Artikel VI.1.3 vor, dass alle Aktionäre die gleichen Informationen erhalten sollen, was auch der Kodex in Artikel 6.3 Satz 1 festlegt. Dies bezieht sich im Besonderen auf Finanzanalysten und vergleichbaren Adressanten (GCCG Art. VI.1.4 und Kodex Art. 6.3 Satz 2). Den Einsatz von modernen Kom-

munikationsmedien wie das Internet empfiehlt im Berliner Werk Artikel VI.1.5, im Kodex ist dies in Artikel 6.4 geregelt.

#### **3.4.4 Akzeptanz und Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex**

Aufgrund der erst kurzen Existenz des DCGK wurden hierzu erst wenige Untersuchungen durchgeführt, von denen zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieser Arbeit noch nicht alle veröffentlicht waren.

Eine von der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vorgenommene Umfrage bei den DAX-30 Unternehmen jedoch lag schon im August 2002 vor<sup>257</sup>. Hierbei wurde festgestellt, dass sich erst die Hälfte der befragten Unternehmen entschlossen hat, im nächsten Geschäftsbericht über die Einhaltung des Kodex zu berichten. Demgegenüber können Siemens und Infineon als Paradebeispiel gelten, denn beide Unternehmen haben angekündigt, Corporate Governance bereits in ihren Geschäftsbericht 2002 aufzunehmen. Das heikle und in der Öffentlichkeit viel beachtete Thema der individualisierten Offenlegung von Vorstandsgehältern war ebenfalls Gegenstand der Untersuchung. Im Ergebnis gaben drei Unternehmen<sup>258</sup> an, diese freiwillige Anregung umzusetzen; hingegen sprach sich ein Drittel der Teilnehmer definitiv gegen diese Regelung aus.

#### **3.4.5 Eigene empirische Untersuchung zur Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex**

Im Rahmen einer eigenen eMail-Befragung von insgesamt 120 börsennotierten Aktiengesellschaften aus den Indices DAX, MDAX, SDAX und NEMAX wurde der Umsetzungsstand bezüglich des Corporate Governance Kodex abgefragt<sup>259</sup>. Die untenstehende Grafik zeigt das Antwortverhalten der Befragten, welches als durchaus positiv einzustufen ist. Insgesamt gingen Rückmeldungen von 57 Unternehmen ein, wobei einige jedoch aufgrund genereller Meidung von Umfragen oder noch nicht abgeschlossener Diskussion über die Thematik<sup>260</sup> eine Teilnahme verweigerten. Bis zum 30. September 2002 lagen die Antworten von 42 Gesellschaften vor, was einer Rücklaufquote von 35 % entspricht.

---

<sup>257</sup> Vgl. Lenz, N.: Corporate-Governance-Umfrage: Durchblick mit Hindernissen [2002a]

<sup>258</sup> Namentlich sind dies die Deutsche Bank AG, die Schering AG und die ThyssenKrupp AG, deren Aufsichtsratsvorsitzender Dr. Gerhard Cromme gleichzeitig den Vorsitz in der Kodex-Kommission innehat.

<sup>259</sup> Die ausgewählten Unternehmen sowie der Fragekatalog sind in Anhang B abgedruckt.

<sup>260</sup> Acht der fünfzehn abschlägigen Antworten wurden durch ebendies begründet.

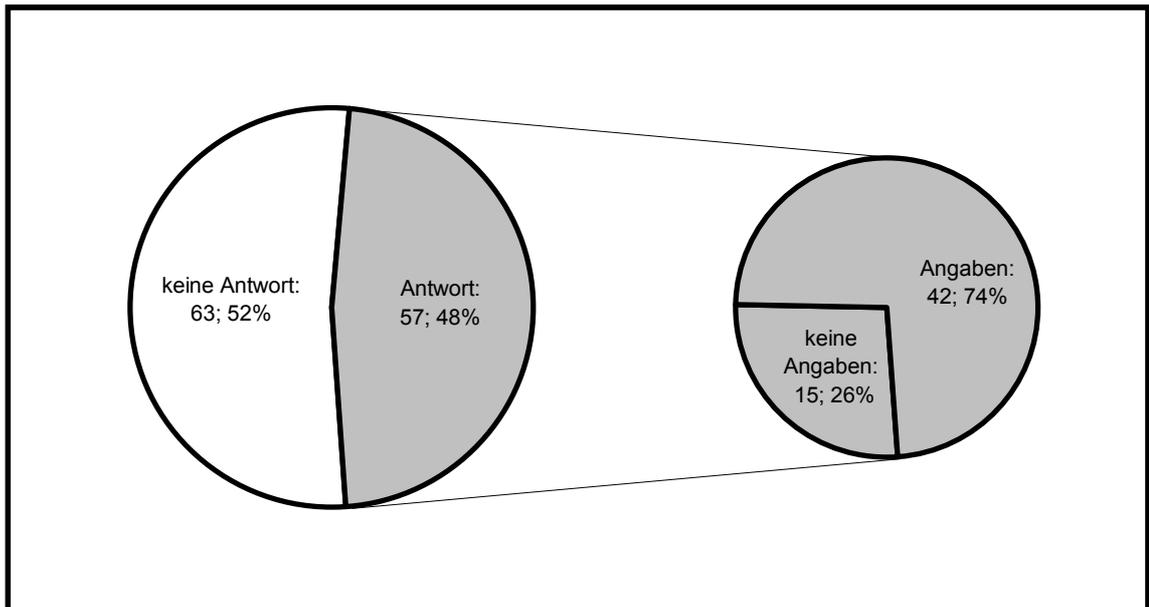


Abbildung 8: Antwortverhalten der befragten Unternehmen

Aufgegliedert nach den Segmenten entspricht das Antwortverhalten weitgehend den Erwartungen. So stammen die meisten Antworten aus den DAX- die wenigsten aus den SDAX- und NEMAX-Gesellschaften. Allein bei den MDAX-Unternehmen hätte mit einer etwas höheren Beteiligung gerechnet werden können.

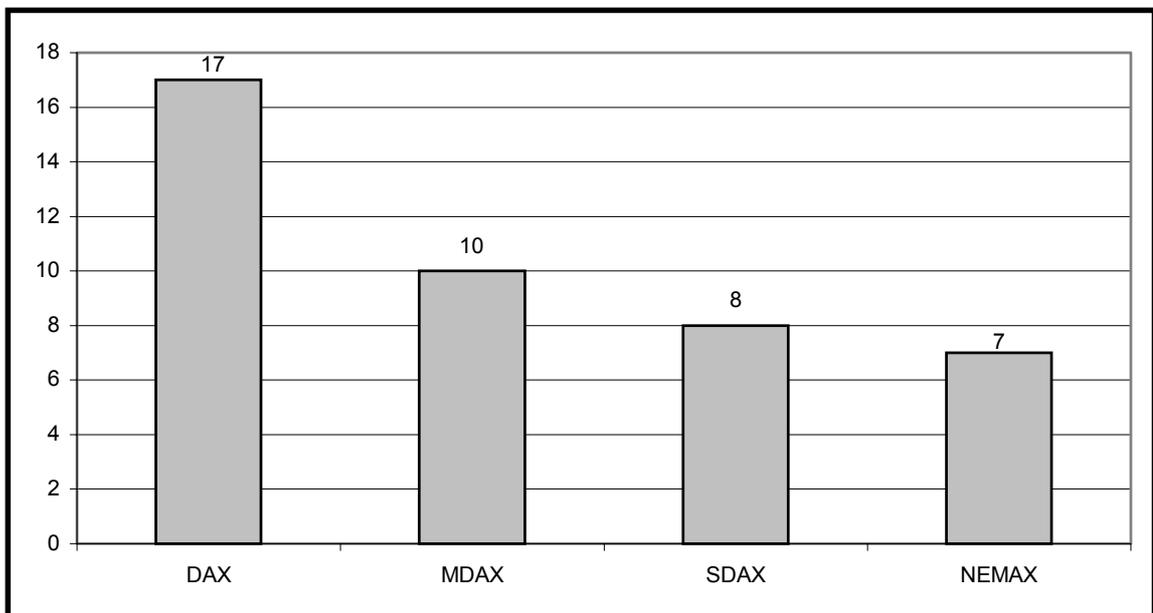


Abbildung 9: Antwortverhalten der befragten Unternehmen nach Marktsegmenten

90 % der Teilnehmer sprachen sich in mehr oder weniger großem Umfang für die Leitsätze des Kodex aus<sup>261</sup>. Die restlichen acht Unternehmen tätigten hierzu keine Aussage, was zum Teil an der noch unklaren rechtlichen Lage im Unternehmen lag, denn die IR-Verantwortlichen müssen oftmals erst die Hauptversammlung oder die nächste Aufsichtsratsitzung abwarten, bevor sie konkrete Angaben zur Umsetzung machen können.

Die Mehrzahl der Aktiengesellschaften will die Empfehlungen als Gesamtpaket oder mit einzelnen Ausnahmen anerkennen. Berücksichtigt man die abgegebenen Kommentare in den Antworttexten, so sind hierunter noch einige Gesellschaften, die zusätzlich zu den Empfehlungen auch die Anregungen zu einem großen Teil erfüllen (wollen). Als Ausnahme wurde beispielsweise die individualisierte Veröffentlichung von Vorstandsgehältern genannt. Ohne Einschränkung wollen immerhin neun Unternehmen zusätzlich zu den verbindlichen Vorschriften alle freiwilligen Anregungen annehmen.

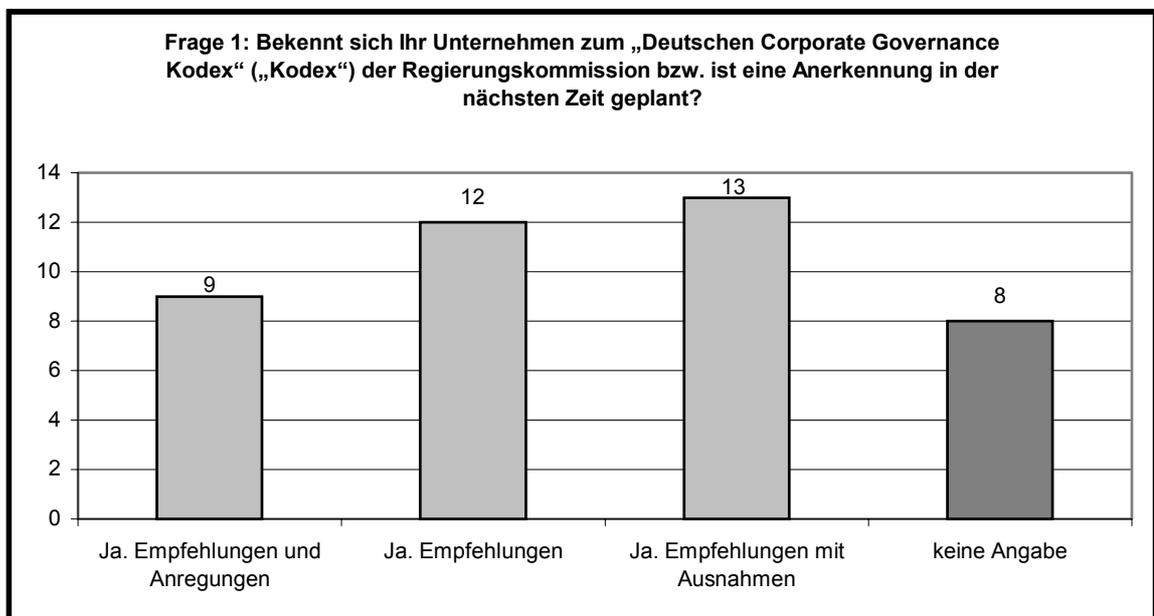


Abbildung 10: (Geplante) Umsetzung des Kodex

Überraschend viele der teilnehmenden Firmenvertreter gaben an, über einen unternehmenseigenen Code of Best Practice zu verfügen<sup>262</sup>. Dabei stützt sich laut der Angaben die Mehrheit der internen Kataloge auf den Cromme-Kodex, doch ein relativ gesehen nicht geringer Anteil von neun Unternehmen verwendet immer noch andere Regelwerke

<sup>261</sup> Bezüglich dieses Ergebnisses muss berücksichtigt werden, dass diejenigen unter den angeschriebenen Unternehmen, die sich mit dem Thema Corporate Governance entweder noch gar nicht beschäftigt haben oder den Kodex vollkommen ablehnen (was vermutlich bei sehr wenigen oder sogar gar keinen Aktiengesellschaften der Fall sein wird) gar nicht erst an der Umfrage teilgenommen haben, was die hohe Zustimmung von 90 % erklärt.

<sup>262</sup> Aufgrund der häufigen Nennung wurden hierzu auch solche Unternehmen gezählt, die angaben, derzeit ein Regelwerk zu erarbeiten.

als Basis ihres Verhaltenskatalogs. Den Anmerkungen ist zu entnehmen, dass einige der Aktiengesellschaften zur Zeit ihre bisherigen CG-Richtlinien bezüglich des Deutschen Corporate Governance Kodex überarbeiten, andere haben sogar ihren bisherigen Kodex durch den der Cromme-Kommission ersetzt, ohne unternehmensspezifische Akzente zu setzen. Teilweise sind Verhaltensregeln auch in anderen Publikationen wie etwa Unternehmensleitlinien festgeschrieben, weshalb auf die Erstellung eines eigenen Code of Best Practice verzichtet wird.

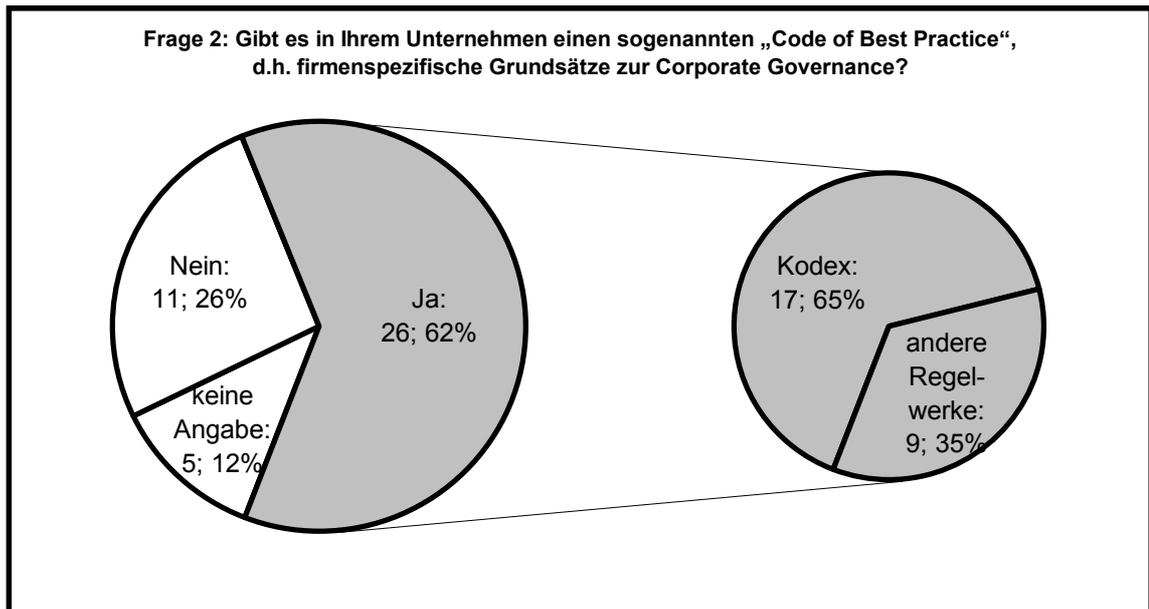


Abbildung 11: Existenz eines unternehmensspezifischen Code of Best Practice

Fast dreiviertel der Unternehmen verfügen bereits über einen Compliance Officer bzw. planen, einen solchen in der nächsten Zeit einzusetzen. Der hohe Anteil der Aktiengesellschaften, die bereits einen CG-Beauftragten beschäftigen (36 %), deutet darauf hin, dass viele Unternehmen bereits vor der Einführung der Comply-or-Explain-Regelung eine Verantwortungszuweisung auf eine bestimmte Person praktiziert haben. Doch auch eine negative Antwort bzw. eine Enthaltung von der gestellten Frage bedeutet nicht zwangsweise, dass die Corporate Governance Strukturen im Unternehmen nicht ausreichend ausgeprägt sind. So gaben einige Unternehmen an, dass die Einhaltung der CG-Grundsätze von anderer Stelle aus überwacht wird.

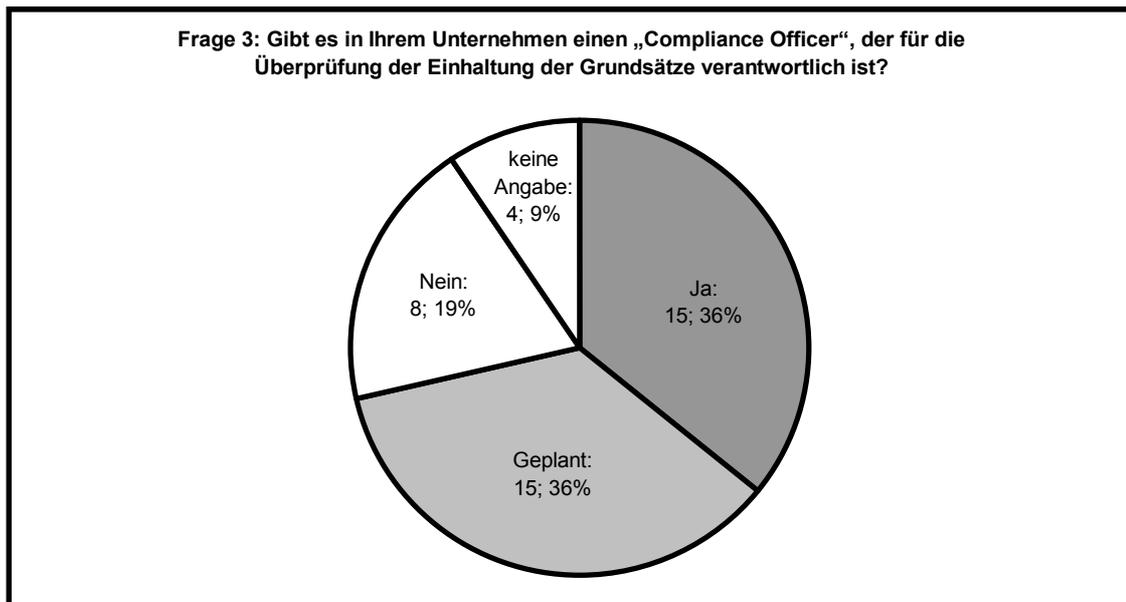


Abbildung 12: Zuweisung der Verantwortung für die Einhaltung von Corporate Governance Grundsätzen an einen Compliance Officer

Bedenkt man, dass der Fragebogen bereits am 1. August 2002, also kurz nach Inkrafttreten des TransPuG mit all den hieraus resultierenden neuen Pflichten, verschickt wurde, spiegeln die Ergebnisse ein durchaus befriedigendes Ergebnis wieder, zumal bei vielen der nicht antwortenden Unternehmen davon ausgegangen werden kann, dass sich die Umsetzung noch in Diskussion befand, zum gegenwärtigen Zeitpunkt jedoch schon ausgeführt wurde bzw. in nächster Zeit anlaufen wird.

Die Schnelligkeit, mit der die Antworten erfolgten<sup>263</sup> wie auch die mit wenigen Ausnahmen sehr freundliche Reaktion der Befragten zeugt von der Aktualität des Themas sowie der Sensibilität der IR-Abteilungen hierfür.

### 3.4.6 Probleme und Defizite des Deutschen Corporate Governance Kodex

Das Themengebiet der Corporate Governance ist ein weites Feld und beinhaltet viele kritische Faktoren, die teilweise auch durch einen noch so durchdachten Verhaltenskodex nicht beseitigt werden können. Hierzu gehört beispielsweise die in Deutschland fest verankerte Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat, die immer wieder auf Unverständnis und Kritik im In- und Ausland stößt. So wird immer wieder unterstellt, dass mitbestimmte Aufsichtsräte weniger effizient arbeiten. Manfred Gentz, Finanzvorstand von DaimlerChrysler, bemängelt deshalb auch die recht kurz gekommene Be-

<sup>263</sup> 86 % der Antworten erfolgten innerhalb einer Woche nach Versand der Umfrage, viele reagierten noch am gleichen Tag. Nur 5 % der Befragten meldeten sich erst nach mehr als zwei Wochen, wobei in diesen Fällen zumeist das Warten auf noch anstehende Organbeschlüsse für die Verzögerung verantwortlich war.

handlung des Themas Mitbestimmung im vorliegenden Kodex<sup>264</sup> und Cromme merkt an, dass die Unabhängigkeit der Kontrolleure nur eingeschränkt möglich ist, da „kein mitbestimmter Aufsichtsrat von sich behaupten [wird], vollständig mit unabhängigen Aufsichtsratsmitgliedern besetzt zu sein“<sup>265</sup>. Dieser Aspekt wurde jedoch vom Bundeskanzler schon beim Einsetzen der Baums-Kommission absichtlich ausgeklammert, da sich zumindest in der nächsten Zeit nichts am Mitbestimmungsgesetz ändern soll<sup>266</sup>.

Doch auch andere Bereiche sind nach Expertenmeinung im Kodex zu kurz gekommen – vor allem in Hinblick auf die Vorschläge der Baums-Kommission, die oftmals nicht umgesetzt wurden.

So enthielt der Bericht als zentralen Bestandteil bezüglich der Implementierung die Forderung nach Begründung von Abweichungen<sup>267</sup>, wo der tatsächlich geschaffene § 161 AktG lediglich von einer Angabe der Abweichungen spricht. Auch zu dem im Bericht vorgeschlagenen „Deutschen Unternehmensregister“, das ein einheitliches Zugangportal zu Dateien des Handelsregisters, einschlägigen Bundesanzeigerbekanntmachungen sowie der Beteiligungsdatenbank des BAFin bieten soll<sup>268</sup>, enthält weder das TransPuG noch der Kodex Angaben. Artikel 161 AktG verweist lediglich auf den elektronischen Bundesanzeiger.

Bezüglich der Transparenz und Publizität gingen die Empfehlungen der ersten Regierungskommission wesentlich weiter. So wurde beispielsweise die Pflicht zur Aufstellung von Quartalsberichten für alle börsennotierten Aktiengesellschaften sowie deren Review durch den Abschlussprüfer<sup>269</sup> nicht in den Kodex übernommen.

Ebenso taucht die vorgesehene Verpflichtung des Vorstands zur Berichterstattung über die „Vergabe von Spenden oberhalb eines vom Aufsichtsrat festzulegenden Betrages“ an das Kontrollorgan<sup>270</sup> im Cromme-Kodex nicht mehr auf, was Ulmer bemängelt<sup>271</sup>.

Nicht nur in Bezug auf den Vergleich des Baums-Berichts mit dem nun vorliegenden Kodex wurden kritische Stimmen laut. So fordert Strenger je nach Anteilsprozentsätzen der Besitzer eine Mindesthaltefrist von 12 bis 36 Monaten sowie eine Selbstverpflich-

---

<sup>264</sup> Vgl. Jocham, A. / Heilmann, D. H. [2002]

<sup>265</sup> Cromme, G.: Die Bedeutung des Deutschen Corporate Governance Kodex für die Praxis [2002], S. 504

<sup>266</sup> Vgl. Strenger, C. [2002]

<sup>267</sup> Vgl. Baums, Theodor [2001b], Rn. 10

<sup>268</sup> Vgl. ebenda, Rn. 252

<sup>269</sup> Vgl. ebenda, Rn. 270, Rn. 289

<sup>270</sup> Vgl. ebenda, Rn. 263

<sup>271</sup> Vgl. Ulmer, P. [2002], S. 156

tung zur Vorabinformation bei bestimmten Transaktionen<sup>272</sup>. Auch die Behandlung von Aktienoptionsprogrammen hätte im Kodex durch eine Forderung nach Verbuchung der entstehenden Kosten in der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) besser gelöst werden können. Hierfür sprechen sich nicht nur die Befragten im „Investor Opinion Survey“ von McKinsey<sup>273</sup> und dem „Corporate Governance Survey“ von FD Morgen-Walke<sup>274</sup> aus, sondern auch eine US-amerikanische Forschungsgruppe forderte kürzlich strengere Bilanzierungsregeln für Stock Options<sup>275</sup>.

Der Nutzung von Informationstechnologie kam im Bericht der Baums-Kommission eine wichtige Bedeutung zu, während sie im Kodex eher einen kleinen Anteil ausmacht. Zur Erleichterung der Kommunikation zwischen den Aktionären „in solchen Fällen, in denen das Gesetz für das Geltendmachen von Aktionärsrechten einen bestimmten Mindestbesitz oder eine bestimmte Mindeststimmrechtsquote fordert“ sah der Bericht die Nutzung des Internet vor<sup>276</sup>. Ebenso sollte die gesicherte elektronische Übermittlung einer erteilten Bescheinigung als Voraussetzung für die Teilnahme an der Hauptversammlung ausreichen<sup>277</sup>. Als weitere Erleichterung in Bezug auf die Hauptversammlung sah der Bericht eine Pflicht zum Setzen eines Links zu den Stimmrechtsvertretern des letzten Jahrs bzw. zur Integration deren Vorschläge in das Weisungsformular vor<sup>278</sup>. Bezüglich der Veranstaltungsform schlug die Kommission die Option einer so genannten „Satellitenversammlung“ vor, also die Durchführung an einem zentralen Ort mit Versammlungsleiter und Notar, gleichzeitig aber die Übertragung in Ton und Bild sowie die Möglichkeit zur Abstimmung an einem anderen Ort. Sofern keine beurkundungsbedürftigen Beschlüsse gefasst werden, sollte auch eine reine Internet-HV möglich sein<sup>279</sup>. Beide Vorschläge wurden nicht übernommen, was Noack bedauert – auch mit Blick auf Frankreich und Finnland, denn dort wurden jüngst die gesetzliche Grundlagen zur elektronischen Abstimmung geschaffen<sup>280</sup>.

---

<sup>272</sup> Als Bedingung nennt Strenger hier einen Marktwert von über 1 Mio. Euro, einen Anteil von über 0,5 % am Grundkapital oder ein Übersteigen des Anteilsbesitzes des jeweiligen Aktionärs der Marke von 10 %. Vgl. Strenger, C.: Corporate Governance für Neue-Markt-Unternehmen [2001a], S. 629

<sup>273</sup> Laut der Studie fordern weltweit mehr als 90 %, die Aktienoptionskosten auch als solche zu verbuchen. Vgl. Wels, T. / Scholz, F. [2002]

<sup>274</sup> Im Rahmen dieser Umfrage sprachen sich 73 % der 217 teilnehmenden institutionellen Investoren für die korrekte Bilanzierung aus. Vgl. FD Morgen-Walke: Corporate Governance Survey [2002], S. 6

<sup>275</sup> Die Forschungsgruppe mit prominenten Mitgliedern wie dem ehemaligen Chef der SEC Arthur Levitt fordert unter anderem die Verbuchung der Kosten als Personalaufwand. Vgl. o.V.: USA: Forschungsgruppe verlangt strengere Bilanzierungsregeln für Stock Options [2002]

<sup>276</sup> Vgl. Baums, T. [2001b], Rn. 131

<sup>277</sup> Vgl. ebenda, Rn. 104

<sup>278</sup> Vgl. ebenda, Rn. 123

<sup>279</sup> Vgl. ebenda, Rn. 249

<sup>280</sup> Vgl. Noack, U.: Neuerungen im Recht der Hauptversammlung durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz und den Deutschen Corporate Governance Kodex [2002], S. 624

Bezüglich der Aktionärsrechte gehen die Meinungen der Experten allerdings auseinander. Auf der ersten Deutschen Corporate Governance Kodex-Konferenz in Berlin forderte der ehemalige Vorstandsvorsitzende der Deutschen Bank, Rolf E. Breuer, das Frage- und Rederecht zu begrenzen, da dieses oftmals nur zur Selbstdarstellung und zum Versuch, einen Formfehler zu provozieren und somit über eine Basis für eine Anfechtungsklage zu verfügen, missbraucht würde. Im Rahmen dieser Veranstaltung sprach sich auch Baums für eine Straffung der Hauptversammlung aus, zudem forderte er eine Anhebung der notwendigen Voraussetzungen für Anfechtungsklagen von nur einer Aktie auf eine bestimmte Mindestbeteiligung<sup>281</sup>.

Strenger jedoch wünscht sich vor allem in Bezug auf Übernahmeangebote mehr Aktionärsrechte. Auf der diesjährigen Jahreskonferenz des DIRK forderte er deshalb eine grundsätzliche Befragung der Aktionäre zu Übernahmeangeboten<sup>282</sup>.

Nachdem exemplarisch einige Defizite zur Transparenz und den Aktionärsrechten aufgezeigt wurden, soll kurz auf die Organe sowie die Abschlussprüfung eingegangen werden. So wird zum einen die Größe des Aufsichtsrats kritisiert, der mit oftmals 20 Mitgliedern sowohl in Bezug auf finanzielle Aspekte wie auch auf die Effizienz wenig geeignet zur qualifizierten Kontrolle der Vorstände ist. Ebenso sollte die Qualität der Abschlussprüfung gesteigert werden, indem eine Verpflichtung des Wirtschaftsprüferpartners zur Eigenprüfung vor Ort, das Hinzuziehen eines zweiten Prüfers in allen kritischen Fällen sowie die Festlegung eines Maximums von Beratungs- und Prüfungsleistungen durch den Aufsichtsrat festgeschrieben wird<sup>283</sup>.

Probleme bei der Umsetzung können vor allem für kleine Aktiengesellschaften entstehen, da viele der Leitsätze auf große Publikumsgesellschaften zugeschnitten sind. Als Beispiel ist die verlangte Ausschussbildung zu nennen, die zwar bei großen Gesellschaften durchaus positiv zu bewerten ist, bei Small oder Mid Caps mit nur wenigen Aufsichtsratsmitgliedern jedoch wenig Sinn macht. Auch sehen Claussen und Bröcker die mittelstandstypischen Fragen außen vorgelassen, da Probleme wie fehlendes Eigenkapital, fehlende Kredite und zu wenig Marktakzeptanz wegen Kleinheit durch den Kodex nicht gelöst werden<sup>284</sup>.

Bei Aufsichtsräten mit mehreren Mandaten kann sich dann ein Problem ergeben, wenn die diversen kontrollierten Unternehmen verschiedene Hauskodices verfolgen und in

---

<sup>281</sup> Vgl. Zehfuß, G.: Corporate Governance Kodex soll jährlich überprüft werden [2002]

<sup>282</sup> Christian Strenger bei der Podiumsdiskussion um Corporate Governance anlässlich der DIRK-Jahreskonferenz. Vgl. Baums, T. et al.: Podiumsdiskussion „Corporate Governance“ [2002]

<sup>283</sup> Vgl. ebenda

<sup>284</sup> Vgl. Claussen, C. P. / Bröcker, N. [2002], S. 1200

infolgedessen auch das Aufsichtsratsmitglied unterschiedliche Commitments abgibt, was in der Öffentlichkeit unter Umständen negativ aufgenommen werden könnte<sup>285</sup>.

### 3.4.7 Konsequenzen des Deutschen Corporate Governance Kodex

Die Bekenntnis zum Kodex, sei es die vollständige Anerkennung aller Punkte oder die Zustimmung mit Ausnahmen, zieht für die Unternehmensführung einige Konsequenzen nach sich. Einerseits bedeutet die Auseinandersetzung mit dem Thema Corporate Governance einen Zusatzaufwand für Vorstand und Aufsichtsrat, andererseits geben unternehmensinterne Regelungen zu den Rechten und Pflichten der Organmitglieder auch Sicherheit in der täglichen Praxis.

Neben den Vorteilen, die solche CG-Richtlinien mit sich bringen, muss aber auch beachtet werden, dass die Abgabe der Entsprechenserklärung eine öffentliche Handlung darstellt, auf die Reaktionen erfolgen (können). Problematisch wird es dann, wenn die Erklärung fehlerhaft ist oder gar nicht erfolgt. In diesen Fällen ist sowohl mit rechtlichen Konsequenzen wie auch mit einer negativen Reaktion des Kapitalmarktes zu rechnen.

In Bezug auf die Abschlussprüfung hingegen ist lediglich dann eine Einschränkung des Bestätigungsvermerks möglich, wenn die laut § 285 HGB vorgeschriebene Erklärung über die Abgabe und dauerhafte Veröffentlichung der Entsprechenserklärung nicht erfolgt oder fehlerhaft ist<sup>286</sup>.

#### 3.4.7.1 Rechtliche Konsequenzen

Bezüglich der rechtlichen Konsequenzen muss zuerst zwischen der internen Haftung, also dem Haftungsverhältnis zur Gesellschaft (vgl. unter a), und der externen Haftung, also gegenüber dem Aktionär (vgl. unter b), unterschieden werden.

a) Die *Binnenhaftung* ist grundsätzlich im Fall einer Verletzung der Pflicht zur sorgfältigen und ordnungsgemäßen Buchführung laut §§ 93 Abs. 1 Satz 1 und 116 AktG möglich. Hierzu gehört nicht nur eine sorgfältige und dem Interesse der Gesellschaft entsprechende Entscheidung über die Befolgung des Kodex, sondern auch die Einrichtung einer internen Stelle zur Kontrolle über die Einhaltung von unternehmensspezifischen CG-Grundsätzen. Zuletzt muss der Öffentlichkeit gegenüber gewissenhaft Rechenschaft über die getroffenen Maßnahmen abgelegt werden. Ebenfalls auf juristischem Wege kann eine Missachtung von Corporate Governance Richtlinien verfolgt werden, wenn diese offiziell beschlossen wurden und in Satzung, Organbeschlüssen

---

<sup>285</sup> Vgl. Wolfram, J.: Welche Rolle wird die Corporate Governance-Performance eines Unternehmens vor dem Hintergrund des Cromme-Kodex künftig in seiner Kapitalmarktkommunikation spielen? [2002]

<sup>286</sup> Vgl. Gelhausen, H. F. / Hönsch, H.: Deutscher Corporate Governance Kodex und Abschlussprüfung [2002], S. 534

oder Anstellungsverträgen festgehalten wurden, da in einem solchen Fall Pflichtenverstoß im Sinne von § 93 Abs. 2 AktG vorliegt<sup>287</sup>.

In den oben genannten Fällen ist sowohl eine Anfechtung von Organ-Entlastungsbeschlüssen wie auch Schadensersatzansprüche der Gesellschaft an Vorstand und Aufsichtsrat möglich. Schwierig wird sich in diesem Kontext allerdings der Nachweis des Schadens erweisen, der aus einer solchen Pflichtverletzung resultiert<sup>288</sup>.

b) Einen kritischen Punkt stellt nicht nur laut dem Vorsitzenden der ersten Regierungskommission, Prof. Dr. Theodor Baums, die *Haftung der Gesellschaft bzw. der Organe gegenüber dem Kapitalmarkt* dar<sup>289</sup>. Definitiv möglich ist eine Außenhaftung von Vorstand und Aufsichtsrat aufgrund der Anspruchsgrundlagen in Form von deliktsrechtlichen Normen sowie der Vertrauenshaftung, also der zivilrechtlichen Prospekt- oder Erklärungs haftung<sup>290</sup>. Sommer geht ebenfalls davon aus, dass die Gerichte in Ausfüllung der unbestimmten Rechtsbegriffe nachziehen werden<sup>291</sup>.

Grundsätzlich ist in verschiedenen Fällen eine strafrechtliche Verfolgung nicht auszuschließen, wobei davon ausgegangen wird, dass sich die Erklärung nicht nur auf die Vergangenheit, sondern auch auf die Zukunft richtet. Dies ist aufgrund der etwas unglücklichen Wortwahl, nach der Vorstand und Aufsichtsrat jährlich erklären, dass den Verhaltensempfehlungen „entsprochen wurde und wird“<sup>292</sup> nicht eindeutig erkennbar. Als erstes Beispiel für einen solchen Fall ist die Abgabe einer falschen Entsprechenserklärung zu nennen (vgl. unter ba). Auch steht die Frage im Raum, ob eine zwar korrekte, aber den Interessen der Aktionären widersprechende Entscheidung über die Einhaltung des Kodex zu einer Haftung führen kann (vgl. unter bb). Die dritte – auf jeden Fall widerrechtliche – Version ist die Nichtabgabe der Entsprechenserklärung (vgl. unter bc).

ba) Klar feststellbar wird sein, ob ein Unternehmen im vergangenen Geschäftsjahr seiner abgegebenen Entsprechenserklärung gemäß gehandelt hat. Sollte dies nicht oder nur teilweise der Fall sein, kann ein Schaden für die Aktionäre entstehen, sofern diese aufgrund des zukunftsgerichteten „wird“-Teils der Erklärung Aktien ge- bzw. verkauft haben und hieraus ein Verlust realisiert wurde<sup>293</sup>. In diesem Fall würde ein Sorgfaltsverstoß nach §§ 93 Abs. 2 sowie 116 AktG bestehen und eine Anfechtung des HV-Beschlusses über die Entlastung der Organe vor allem dann in Betracht kommen, wenn

---

<sup>287</sup> Vgl. Berg, S. / Stöcker, M. [2002], S. 1575

<sup>288</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 254f

<sup>289</sup> Theodor Baums bei der Jahreskonferenz des DIRK. Vgl. Baums et al. [2002]

<sup>290</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 255

<sup>291</sup> Vgl. Sommer, H. K.: Der 1. Deutsche Corporate Governance-Kodex [2002b], S. 29

<sup>292</sup> TransPuG [2002], Art. 1 Nr. 16

<sup>293</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 255

sich die nicht befolgten Empfehlungen auf die Leitungs- und Überwachungsaufgaben des zu entlastenden Organs beziehen<sup>294</sup>. Ausgeschlossen werden können Haftungsgefahren jedoch in dem Fall, dass während des Berichtszeitraums aufgetretene Abweichungen durch eine dahingehend veränderte Entsprechenserklärung offen gelegt werden<sup>295</sup>. Falls die Erklärung vorsätzlich falsch wiedergegeben wurde, ist zusätzlich eine Haftung gemäß § 823 Abs. 2 BGB im Sinne des § 400 AktG möglich, da dieser dem Vorstand und Aufsichtsrat verbietet, die Verhältnisse der Gesellschaft unrichtig wiederzugeben oder zu verschleiern<sup>296</sup>. Zur strafrechtlichen Verfolgung kann gemäß §§ 43 Abs. 1 Nr. 1 BörsG, 14 BörsZulV auch die Veröffentlichung einer falschen Entsprechenserklärung in einem Emissionsprospekt führen. In diesem Fall haften diejenigen Organmitglieder, die für den Prospekt verantwortlich gezeichnet haben<sup>297</sup>.

bb) Als zweite Haftungsgrundlage ist die pflichtwidrige, weil nicht den Interessen der Aktionäre entsprechende, Entscheidung der Organe über die Einhaltung des Kodex zu nennen. In diesem Szenario ist ein Kursverlust der Aktie denkbar, der eine Schädigung aller Anleger nach sich ziehen würde<sup>298</sup>.

Zwar widerspricht eine Haftung aus dem Nichtbefolgen einzelner oder auch aller Empfehlungen der Idee zur grundsätzlichen Freiwilligkeit der Anwendung des Kodex. Jedoch sieht Ulmer Fälle, in denen Vorstand und Aufsichtsrat aufgrund eines Verstoßes gegen die Sorgfaltspflicht auf Schadensersatz verklagt werden könnten. Seiner Ansicht nach ist eine Anspruchsgrundlage dann gegeben, wenn die Ablehnung der Leitsätze zur Schädigung der Gesellschaft führt oder die Umsetzung von Empfehlungen unmittelbar die Verbesserung der Unternehmensleitung und -überwachung nach sich ziehen würde, wie beispielsweise Regelungen zur Nebentätigkeit der Vorstände (Art. 4.3.5), Offenlegung von Interessenkonflikten (Art. 5.5.2) und Auskünfte über die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers (Art. 7.2.1)<sup>299</sup>.

bc) Sollte die Veröffentlichung einer Entsprechenserklärung unterbleiben, stellt dies einen eindeutigen Verstoß gegen geltendes Recht dar, weil die Pflicht zur Abgabe laut § 285 Nr. 16 HGB verletzt würde<sup>300</sup>. Somit käme ein Bußgeld nach § 334 HGB sowie ein Ordnungsgeld nach § 335a HGB durch das zuständige Registergericht in Betracht,

---

<sup>294</sup> Vgl. Ulmer, P. [2002], S. 165f

<sup>295</sup> Vgl. Berg, S. / Stöcker, M. [2002], S. 1573

<sup>296</sup> Der § 400 AktG gilt in diesem Sinne als Schutzgesetz und zählt zu den Verhältnissen der Gesellschaft auch Informationen darüber hinzu, inwiefern der Deutsche Corporate Governance Kodex eingehalten wird. Zu beachten ist in diesem Kontext jedoch, dass eine Haftung nur dann möglich ist, wenn der Schaden des Aktionärs über den der Gesellschaft hinausgeht, also nicht nur ein so genannter Reflexschaden besteht. Vgl. Berg, S. / Stöcker, M. [2002], S. 1579

<sup>297</sup> Vgl. Berg, S. / Stöcker, M. [2002], S. 1582

<sup>298</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 255

<sup>299</sup> Vgl. Ulmer, P. [2002], S. 166f

<sup>300</sup> Vgl. Ihrig, H.-C. / Wagner, J. [2002], S. 792

da § 325 Abs. 1 Satz 2 HGB (Offenlegung der Entsprechenserklärung) nicht erfüllt wäre. Zudem läge ein Verstoß gegen die organschaftliche Treue- und Loyalitätspflicht nach § 93 Abs. 2 AktG vor<sup>301</sup> und eine Anfechtungsgrundlage des HV-Beschlusses zur Entlastung der Organmitglieder wäre nach § 243 Abs. 1 AktG gegeben<sup>302</sup>.

Wie im vorangegangenen Fall ist auch hier eine Schädigung aller Aktionäre durch mögliche Kursverluste denkbar. Eine Klage auf Schadensersatz ist allerdings in bestimmten Fällen nicht möglich. So kann kein Ausgleich für entstandene Kursverluste verlangt werden, falls Aktien aufgrund zukunftsgerichteter Aussagen in der Entsprechenserklärung gekauft wurden und die Geschäftsführung die gemachten Zusagen dann zwar nicht einhält, dies aber in der folgenden Erklärung angibt. Ein weiterer Grund gegen Schadensersatzansprüche liegt vor, wenn gleichzeitig mit den Aktionären auch der Gesellschaft ein Anspruch gegenüber den Organmitgliedern entsteht (Doppelschaden). In diesem Fall ist eine Klage nur dann möglich, wenn der Aktienkursverlust durch Ersatzleistungen von Vorstand und Aufsichtsrat an die Gesellschaft nicht vollständig ausgeglichen werden kann, der den Aktionären entstandene Schaden über den der Gesellschaft hinausgeht oder die Gesellschaft selbst keinen messbaren Schaden davonträgt<sup>303</sup>.

Das Fehlen von Präzedenzfällen macht die Diskussion um die rechtlichen Auswirkungen jedoch problematisch. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt können lediglich Möglichkeiten und Tendenzen erörtert werden; wie Gerichte in solchen Fällen tatsächlich entscheiden, wird dagegen die Zukunft zeigen.

#### 3.4.7.2 Sanktionen durch den Kapitalmarkt

Der Erfolg von Corporate Governance Grundsätzen steigt und fällt mit deren Akzeptanz an den Finanzmärkten. Legen die großen institutionellen Investoren signifikanten Wert auf die Befolgung von Richtlinien, werden die börsennotierten Gesellschaften bemüht sein, diese möglichst genau zu befolgen. Sollte der Kodex jedoch auf keine breite Zustimmung am Kapitalmarkt treffen, wird auch die Durchsetzung der Empfehlungen und Anregungen seitens der Unternehmen nur zögerlich vorangetrieben werden. Die hiesige Financial Community begrüßt jedoch den Cromme-Kodex, weshalb damit zu rechnen ist, dass eine Bekenntnis zu dem Regelwerk von den notierten Unternehmen eingefordert werden wird.

Bei den ausländischen Investoren ist eine noch größere Neigung zu erkennen, einheitliche Grundlagen zur Unternehmensleitung und -kontrolle zu verlangen, da außerhalb Deutschlands schon viel länger mit Corporate Governance Codes operiert wird. Es ist damit zu rechnen, dass der internationale Kapitalmarkt nun, da der Deutsche Corporate

---

<sup>301</sup> Vgl. Claussen, C. P. / Bröcker, N. [2002], S. 1205

<sup>302</sup> Vgl. Ulmer, P. [2002], S. 165

<sup>303</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 255

Governance Kodex veröffentlicht ist, eine Compliance einfordern und nicht bekennende Unternehmen durch eine schlechte Bewertung bestrafen wird<sup>304</sup>.

Beispiele aus den USA und Großbritannien zeigen, was den deutschen Aktiengesellschaften aller Voraussicht nach noch bevorsteht. CalPERS<sup>305</sup> etwa, mit 100 Milliarden US-Dollar einer der weltweit größten Pensionsfonds, hat Anfang 2002 ganze Länder aufgrund mangelnder Corporate Governance von seiner Investitionsliste gestrichen<sup>306</sup>. Außerdem publiziert die kalifornische Pensionskasse seit 1984 jährlich eine Liste der 12 Unternehmen mit der schlechtesten Performance ihres Portfolios<sup>307</sup>. Diese Schwarze Listen, die so genannten „Turkey Lists“, in denen Gesellschaften mit unzureichender Unternehmenskontrolle öffentlich angeprangert werden, sind in den USA weit verbreitet<sup>308</sup>.

Dass Corporate Governance eine immer größere Rolle im Anlageverhalten der institutionellen Anleger spielt, beweist auch die Auflage eines an Governance-Kriterien ausgerichteten Investmentfonds mit einem stattlichen Anfangsvolumen von 300 Millionen britischen Pfund durch den Pensionsfonds Hermes<sup>309</sup>. So ist es nicht verwunderlich, dass angloamerikanische Investmentgesellschaften eigens zur Analyse der Corporate Governance ihrer Investments externe Berater und Dienstleister konsultieren<sup>310</sup>. Sollte der Investor hierbei erhebliche Schwächen beim System der Unternehmensführung und -überwachung feststellen, wird oftmals der Verkauf oder die Androhung eines solchen als Sanktions- bzw. Druckmittel verwendet<sup>311</sup>. Neben solch radikaler Maßnahmen verwenden institutionelle Investoren jedoch auch subtilere Mittel wie persönliche Gespräche mit dem Management zur Einflussnahme auf die Corporate Governance „ihres“ Unternehmens<sup>312</sup>.

Umfragen in der internationalen Financial Community bestätigen das oben gezeichnete Bild der steigenden Bedeutung von Corporate Governance für die Anlageentscheidung. So gaben in der bereits erwähnten McKinsey-Studie aus dem Sommer 2002 63 % der über 200 befragten institutionellen Investoren an, dass ein schlechtes Zusammenspiel

---

<sup>304</sup> Vgl. Hochschwimmer, G.: Financial Research als Instrument der Investor Relations und Corporate Governance [2002], S. 171

<sup>305</sup> California Public Employee Retirement System

<sup>306</sup> Vgl. Wels, T. / Scholz, F. [2002]

<sup>307</sup> Vgl. Schweizerisches Bundesamt für Sozialversicherung: Bericht des Ausschusses Anlagefragen der Eidg. Kommission für die berufliche Vorsorge [2001], S. 5

<sup>308</sup> Vgl. BDI / PwC [2001], S. 11

<sup>309</sup> Der Fond mit Kontinentaleuropa als Anlageschwerpunkt strebt ein Zielvolumen von einer Milliarde britische Pfund an. Vgl. Strenger, C. [2002]

<sup>310</sup> Vgl. BDI / PwC [2001], S. 12

<sup>311</sup> Dies ist jedoch nur möglich, wenn ausreichende Liquidität am Sekundärmarkt gegeben ist. Vgl. Steiger, M. [2000], S. 74f

<sup>312</sup> Vgl. Wels, T. / Scholz, F. [2002]

zwischen Unternehmensführung und Unternehmenskontrolle unter Umständen zu zurückhaltenden Investitionen führen könne. Weltweit erklärten zwei Drittel der Befragten ihre Bereitschaft, Unternehmen aufgrund unzureichender Corporate Governance aus ihren Portfolios zu streichen, während ein Drittel sogar bereit war, ein ganzes Land zu meiden. Lediglich 3 % der Teilnehmer gaben an, der Faktor Unternehmensführung und -kontrolle würde ihre Investitionsentscheidung nicht beeinflussen<sup>313</sup>.

In einer empirischen Analyse von 1997 gab die Mehrzahl der institutionellen Anleger an, im Fall der Nichterfüllung ihrer Anforderungen in Bezug auf Corporate Governance die Aktienposition der betreffenden Gesellschaft zu verkaufen. Fast genauso viele Institutionelle entschieden sich jedoch für ein persönliches Gespräch mit dem Vorstand, während der Gang an die Öffentlichkeit noch für wenige Investoren in Frage kam<sup>314</sup>.

Durch die oben genannten Beispiele wird deutlich, dass sowohl deutsche als auch ausländische Investoren großen Wert auf die Einhaltung von Corporate Governance Grundsätzen legen. Problematisch stellt sich aber die Bewertung des tatsächlichen Handelns der Unternehmensführungsebene dar, denn hierzulande sind außer der DVFA-Scorecard noch keine Bewertungsmethoden vorhanden, die Analysten und Investoren bei der Einstufung von Aktiengesellschaften bezüglich ihrer praktizierten Corporate Governance unterstützen. Dieses Instrument wiederum ist jedoch nur in begrenztem Maße von Nutzen für externe Beobachter, da einige der abgefragten Kriterien von außen nicht beurteilbar sind. Es ist also zu erwarten, dass sich vor dem Hintergrund der steigenden Bedeutung von Unternehmensleitung und -kontrolle Methoden zur Messung der Performance entwickeln werden.

### **3.5 Nutzen aus der Anwendung von Corporate Governance Grundsätzen**

Der Report der Weltbank aus dem Jahr 1999 sieht den Nutzen von Corporate Governance darin begründet, dass eine gute Unternehmensführung und -kontrolle “help them [the companies] to achieve their corporate aims and to attract investment”<sup>315</sup>.

Eine zentrale Funktion von Corporate Governance Grundsätzen ist es, die Arbeit des Leitungs- und Kontrollorgans effizienter und transparenter zu gestalten<sup>316</sup> und hierdurch

---

<sup>313</sup> Vgl. McKinsey&Company [2002]

<sup>314</sup> Steiger befragte 75 institutionelle Investoren aus Deutschland und dem Ausland. Vgl. Steiger, M. [2000], S. 162

<sup>315</sup> Worldbank [1999], S. VI

das Vertrauen von gegenwärtigen und künftigen Aktionären, Fremdkapitalgebern, Mitarbeitern, Geschäftspartnern und Öffentlichkeit auf den nationalen und internationalen Märkten zu fördern und zu vertiefen<sup>317</sup>. Dies kann laut Strenger geschehen, indem die Kompetenzen, die Kontrolle, die Vergütungsstruktur für Vorstand und Aufsichtsrat und der Umgang mit Interessenkonflikten aufgezeigt wird<sup>318</sup>. CG-Grundsätze liefern zudem eine Diskussionsgrundlage zur weiteren Verbesserung von Aufsichtsrats- und Vorstandsarbeit<sup>319</sup> und können zur Senkung von D&O-Versicherungsprämien<sup>320</sup> führen<sup>321</sup>.

Für die Shareholder ist sicherlich der Aspekt der Wertsteigerung ihrer Aktien ein wichtiger Punkt, die Unternehmen bezüglich Corporate Governance in die Pflicht zu nehmen. Denn es kann davon ausgegangen werden, dass in Gesellschaften mit einer gut funktionierenden Unternehmenskontrolle die „Consumption on the Job“, also die Privatisierung fremden Eigentums wie beispielsweise private Nutzung des Dienstwagens durch den Manager, eingedämmt werden kann<sup>322</sup>. Des Weiteren wird vermutet, dass Investitionen vermehrt unter Renditeaspekten getätigt werden, denn aus Streben nach mehr Prestige, unter Anwendung von CG-Grundsätze kann also mit weniger Fehlinvestitionen gerechnet werden<sup>323</sup>. Zudem tragen einheitliche Richtlinien zur besseren nationalen wie auch internationalen Vergleichbarkeit deutscher Unternehmen bei<sup>324</sup>.

Die folgende These von Strenger schlägt einen Bogen vom Vertrauen der Aktionäre zur Wertsteigerung der Aktie: „Höhere Transparenz bedeutet größere Sicherheit in der Beurteilung durch die Anleger. Diese größere Sicherheit schlägt sich in aller Regel längerfristig in einer höheren Bewertung nieder.“<sup>325</sup> Auch Gerhard Cromme ist der Meinung, dass mit der Befolgung des unter seinem Vorsitz entwickelten Kodex eine Steigerung der Aktienkurse einhergehen kann, da viele deutsche Aktiengesellschaften unterbewertet seien<sup>326</sup>. Zumindest zum Teil werden diese Annahmen durch empirische Ergebnisse untermauert. Neben der bereits erwähnten Studie von McKinsey, laut der fast 80 % der

---

<sup>316</sup> Die bereits erwähnte Studie zur Aufsichtsratspraxis empfiehlt die Implementierung und Kommunikation von Corporate Governance Strukturen, um die sich immer weiter öffnende Überwachungslücke zu schließen. Diese manifestiert sich unter anderem in dem dürftigen Ergebnis bei der Frage nach der Beurteilung der Aufsichtsratsmitglieder. Nur 10,5 % der Gesellschaften (im DAX-100 waren es sogar nur 3,8 %) gaben an, regelmäßig eine so genannte Board Review durchzuführen. Vgl. Deloitte Consulting [2002]

<sup>317</sup> Vgl. Brammer, R. P.: Corporate Governance als Element wertorientierter Unternehmensführung [2001b], S. 100

<sup>318</sup> Vgl. Strenger, C. [2001], S. 627

<sup>319</sup> Vgl. Wolfram, J. [2002]

<sup>320</sup> Die Abkürzung stammt aus dem englischen Sprachraum und steht für „Directors and Officers“.

<sup>321</sup> Vgl. BDI / PwC [2002], S. 17

<sup>322</sup> Vgl. Nippa, M. [2002], S. 28

<sup>323</sup> Vgl. Heinrich, R. P. [2001], S. 379

<sup>324</sup> Vgl. Wolfram, J. [2002]

<sup>325</sup> Strenger, C. [2001b], S. 58

<sup>326</sup> Vgl. Cromme, G. [2002], S. 502

europäischen institutionellen Investoren bereit sind, eine Prämie für gute Corporate Governance zu bezahlen, liefert auch der „German Institutional Asset Management Survey 2002“ Grund zur Erwartung einer steigenden Bedeutung von Corporate Governance als Investitionskriterium. Laut der im Juli diesen Jahres veröffentlichten Studie berücksichtigen über 40 % der Befragten die praktizierte Corporate Governance der Zielgesellschaft bei der Entscheidung über ihre Aktienanlagen. Weitere 25 % sind der Meinung, dass die Anerkennung des vorliegenden Kodex zu einer Verbesserung der Performance führen wird<sup>327</sup>.

Eine noch weitere Dimension umfasst die These von Wolff, der in der (effizient gestalteten) Corporate Governance Struktur die Voraussetzung für die Funktionserfüllung des Finanzierungssystems sieht, da „bei Vorliegen von Informationsasymmetrie eine ungenügende Gewährleistung von Informationsbeschaffung und Kontrollausübung die Funktionsfähigkeit eines Marktes für Finanzierungsmittel insgesamt gefährdet“<sup>328</sup>.

Claussen und Bröcker bezweifeln allerdings die Annahme, dass mit der Befolgung der vorliegenden Regelungen zur Corporate Governance tatsächlich eine positive Aktienperformance einhergehen wird. Da die Kursentwicklung relativ gleichförmig für alle deutschen Aktiengesellschaften verlief und die Kurse vor allem auf US-amerikanische Vorgaben und andere gesamtwirtschaftlichen Daten reagierten, rechnen sie nicht mit Kursbelohnungen für vorbildliche Unternehmen<sup>329</sup>. Wolfram teilt diese Meinung, gewinnt der Corporate Governance jedoch positive Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg ab<sup>330</sup>.

### 3.6 Zwischenfazit

Mit dem Kodex der Cromme-Kommission liegt nun ein einheitliches Regelwerk für alle börsennotierten Unternehmen vor, das die bisher bestehenden Grundsätze mit einbezieht. Während der Berliner Initiativkreis stark auf den Vorstand abzielt, geht der DCGK den gleichen Weg wie die Frankfurter Grundsätze, indem er den Aufsichtsrat sowie die Zusammenarbeit der Organe in den Mittelpunkt rückt.

Fest steht zum gegenwärtigen Zeitpunkt, dass alle Aktiengesellschaften bis zum Jahresende eine Entsprechenserklärung zur Einhaltung des Kodex abgeben werden (müssen). Die tatsächliche Umsetzung der Leitsätze und die Integration in den täglichen Arbeitsablauf in den Organen jedoch hängt in starkem Maße davon ab, welche Bedeutung der

---

<sup>327</sup> In der Studie wurden 43 institutionelle Investoren mit einem Gesamtvolumen von über 121 Milliarden Euro über ihre Anlageverhalten befragt. Vgl. Finanzplatz / Invesco [2002], S. 20

<sup>328</sup> Wolff, U. [2000], S. 167

<sup>329</sup> Vgl. Claussen, C. P. / Bröcker, N. [2002], S. 1200f

<sup>330</sup> Vgl. Wolfram, J. [2002]

Kapitalmarkt den Corporate Governance Grundsätzen beimessen wird. So sieht auch der BDI den Erfolg des Kodex in Abhängigkeit zur Einforderung der Umsetzung von Corporate Governance Maßnahmen durch den Kapitalmarkt<sup>331</sup>.

Unklar ist derzeit noch, inwieweit mit konkreten rechtlichen Konsequenzen zu rechnen ist, falls der Kodex nicht erfüllt bzw. die Entsprechenserklärung nicht oder nicht korrekt abgegeben und veröffentlicht wird. Soweit kein klarer Verstoß gegen Gesetzesrecht besteht, ist eine Ahndung fraglich. Liegt ein solcher jedoch vor, ist mit – wie auch immer gearteter – Bestrafung durch das Gericht zu rechnen.

In Anbetracht der Untersuchungen aus den letzten Jahren, die eine geringe Relevanz von Corporate Governance Grundsätzen in der Unternehmenspraxis reflektieren, erscheint es fraglich, ob alle börsennotierten Gesellschaften die Empfehlungen und Anregungen des Kodex tatsächlich umsetzen. Vielmehr scheint es wahrscheinlich, dass sich einige Manager – vor allem von Aktiengesellschaften mit geringem Streubesitz – damit begnügen werden, die Liste mit einem roten Stift durchzugehen und nur die Leitsätze zu akzeptieren, die sie zum gegenwärtigen Zeitpunkt bereits erfüllen. Andere Unternehmen, die stark im Blickpunkt der Öffentlichkeit stehen, werden den DCGK tendenziell eher übererfüllen, zumal sie oftmals auch an ausländische Grundsätze wie die aus den angelsächsischen Ländern gebunden sind.

### **3.7 Zukunftstrends in der Corporate Governance Entwicklung**

Der sich am stärksten abzeichnende Trend in der Weiterentwicklung der Corporate Governance ist die voranschreitende Internationalisierung von Standards. Als Beispiel sind hier die Rechnungslegungsvorschriften zu nennen; so müssen börsennotierte Aktiengesellschaften ab 2005 nach IAS bilanzieren, in den USA gelistete Konzerne können eine Übergangsregelung für die Umstellung von US-GAAP auf die europäisch anerkannte Rechnungslegung bis 2007 in Anspruch nehmen<sup>332</sup>. Insgesamt soll so ein besserer Informationsfluss zwischen Aufsichtsrat und Vorstand gewährleistet<sup>333</sup> sowie mehr Transparenz für die Aktionäre geschaffen werden.

Weiterhin sind beim Führungsstil einiger deutscher Unternehmen Tendenzen zur Annäherung an das Direktorialprinzip erkennbar. Diese Entwicklung wird von der zunehmenden Identifikation einzelner Unternehmen mit dem jeweiligen Vorstandsvorsitzenden in der Öffentlichkeit unterstrichen<sup>334</sup>. Als Beispiel sei hier der inzwischen abgelöste

---

<sup>331</sup> Vgl. BDI / PwC [2002], S. 12

<sup>332</sup> Vgl. Westerheide, P. [2002], S. 10

<sup>333</sup> Vgl. Wulfetange, J. [2002], S. 95

<sup>334</sup> Vgl. Witt, P.: Grundprobleme der Corporate Governance und international unterschiedliche Lösungsansätze [2002], S. 61

Telekom-Chef Ron Sommer zu nennen, der in seinem Bekanntheitsgrad mit Bundespolitikern vergleichbar war. Gleichzeitig werden immer mehr Stock Options als Anreiz- und Vergütungsinstrument für die Führungsebene eingesetzt, wobei vor allem die Höhe und Ausgestaltung der Programme auf hohe (kritische) Aufmerksamkeit in der Öffentlichkeit führte und führt.

Einen Indikator für den verstärkten Einfluss privater und institutioneller Aktionäre liefert die Umstellung der Indexzusammensetzung auf Streubesitz, die im Juni 2002 von der Deutschen Börse vorgenommen wurde<sup>335</sup>. Neuerdings bemisst sich das Gewicht im Index nach frei handelbaren Aktien statt nach aller zum Handel zugelassenen Wertpapiere wie bisher. Hierdurch soll Auswahl und Gewichtung fairer und transparenter sowie Mehrfachzählung bei Überkreuzbeteiligung verhindert werden. Auch der Rückzug der Banken aus Unternehmensbeteiligungen und somit aus den Aufsichtsräten trägt zu einer steigenden Bedeutung von Kleinanlegern und institutionellen Investoren bei. Hierdurch sieht Fischer ein ganz neues System der Unternehmensführung und -kontrolle entstehen, das er für „superior to anything we have seen so far“ hält, da eine Kombination aus Kontrolle durch Kreditinstitute sowie institutionellen Anlegern sehr sinnvoll sei<sup>336</sup>.

Vor diesem Hintergrund kann auch das geplante deutsche Online-Unternehmensregister als ein Schritt zu mehr Transparenz angesehen werden. Dieses soll in nächster Zukunft geschaffen werden und sowohl die Daten des Handelsregisters, die Bekanntmachungen aus dem Bundesanzeiger wie auch die Daten der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) enthalten<sup>337</sup>.

Hinzu kommt die geplante Modernisierung der Richtlinie zur regelmäßigen Information 82/121/EWG<sup>338</sup>, die im Dezember 2002 erwartet wird. Diese Novelle soll einerseits die Pflicht zur Quartalsberichterstattung auch für am Amtlichen Handel notierte Unternehmen einführen, andererseits die veröffentlichungspflichtigen Inhalte für ad-hoc-Mitteilungen konkretisieren. Hier ist im Gespräch, den Emittenten in Zukunft die Wahl zwischen einer Bekanntmachung in einem Pflichtblatt oder aber auf ihrer offiziellen Homepage zu gewähren.

Nachdem in den USA aufgrund der aktuellen Skandale (Enron, Worldcom) die persönliche Haftung des Vorstandsvorsitzenden für die Richtigkeit der Bilanz eingeführt wurde, sind inzwischen auch bezüglich der deutschen Wertpapieraufsicht strengere Vor-

---

<sup>335</sup> Vgl. o.V.: Deutsche Börse stellt Aktienindizes auf Streubesitz um: Vorläufige Gewichtung der Unternehmen [2002e], S. 467f

<sup>336</sup> Vgl. Fischer, T. R.: Corporate Governance – Challenges of Increased Management Accountability [2001], S. 195

<sup>337</sup> Vgl. Noack, U. [2002], S. 621

<sup>338</sup> Vgl. Westerheide, P. [2002], S. 10

schriften geplant<sup>339</sup>. So kündigte Bundesfinanzminister Hans Eichel für die Legislaturperiode ab 2002 einen so genannten Finanzmarktförderungsplan an, der eine schärfere Kontrolle des Finanzmarktes bewirken soll. Aus Gründen der mangelnden Fähigkeit der Märkte zur Selbstregulierung seien mehr staatliche Eingriffe erforderlich. Als einzelne Punkte nannte er unter anderem eine verstärkte persönliche Haftung der Manager sowie die Gründung einer Enforcement-Stelle, die zahlreiche Rechte bei der Überprüfung der Bilanzen von Aktiengesellschaften haben soll<sup>340</sup>. Der gleichen Auffassung war auch der 64. Deutsche Juristentag am 20. September 2002 in Berlin, dessen Empfehlungen von großer Bedeutung für den Gesetzgeber sind. Im Rahmen der Veranstaltung wurde unter anderem die persönliche Haftung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern bei falschen Angaben sowie eine Pflicht zur Rückzahlung von Geldern, die aufgrund fehlerhafter Bilanzen ausgeschüttet worden waren, gefordert<sup>341</sup>.

---

<sup>339</sup> Vgl. Utzig, S. [2002], S. 595

<sup>340</sup> Vgl. o.V.: Finanzdienstleistungsaufsicht – Eichel plant schärfere Bilanzpolizei [2002g]

<sup>341</sup> Vgl. o.V.: Juristentag fordert besseren Anlegerschutz [2002h]

## **4 Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex**

Der Gesetzgeber zwingt alle börsennotierten Aktiengesellschaften, sich bis zum Ende dieses Jahres mit dem Deutschen Corporate Governance Kodex zumindest auseinanderzusetzen. Inwiefern sich die Unternehmen an das Regelwerk der Cromme-Kommission halten, wird vom Druck der Kapitalmärkte wie auch von der Einstellung der Führungsorgane zur Corporate Governance entschieden werden. Es kann durchaus sinnvoll sein, den Kodex nicht blind zu befolgen, sondern unternehmensspezifische Faktoren mit einfließen zu lassen, auch wenn dies unter Umständen bedeutet, einzelne Empfehlungen nicht zu befolgen. Solange die Abweichungen wohlbegründet sind, wird ein solches Verhalten aber nicht unbedingt zu einer schlechteren Bewertung der Aktie führen.

Des Weiteren muss beachtet werden, dass jede Gesellschaft von einem anderen Niveau in die Umsetzung der Regeln des DCGK startet. Hier besteht ein großer Unterschied zwischen großen AGs wie beispielsweise den Blue Chips im DAX und den kleinen Start-ups am Neuen Markt. So steht das Thema Corporate Governance in den Führungsebenen der großen Konzerne, die nicht nur in Deutschland, sondern auch in New York und London gelistet sind, schon viel länger auf der Tagesordnung. Die Allianz etwa verfügt bereits seit mehreren Jahren über einen Compliance Officer, während nicht wenige Vertreter aus den Segmenten NEMAX und SDAX bis Anfang dieses Jahres noch gar nicht wussten, was unter dem Begriff Corporate Governance überhaupt zu verstehen ist.

Auf jeden Fall ist es für alle börsennotierten Aktiengesellschaften notwendig, sich intensiv mit dem Thema Corporate Governance im Allgemeinen und dem Cromme-Kodex im Besonderen zu beschäftigen, denn er ist derzeit die zentrale Richtlinie in Deutschland, was Unternehmenskontrolle angeht. Welche Schritte und Maßnahmen notwendig sind, um Corporate Governance langfristig im Unternehmen zu verankern, soll in diesem Kapitel ausführlich beleuchtet werden.

### **4.1 Organisatorische Einbindung von Corporate Governance**

Zu Anfang des Prozesses müssen Vorstand und Aufsichtsrat eine grundsätzliche Entscheidung treffen, wie hoch die Priorität der Corporate Governance in ihrem Unternehmen angesiedelt werden soll. Zur Diskussion um diese strategische Entscheidung sollten auch Vertreter anderer Abteilungen hinzugezogen werden, wobei vor allem den Bereichen Recht und Investor Relations eine wichtige Rolle zukommt. Erstere kann bei juristischen Fragen zur Umsetzung, Verankerung und Haftung von Corporate Governance

Grundsätzen weiterhelfen. Die Investor Relations Abteilung hingegen kann gleich bezüglich zweier Kommunikationskanäle in der Entscheidungsfindung unterstützend wirken. Zum einen filtern die Kommunikationsfachleute Informationen aus dem Markt und können diese als Kriterien für die Corporate Governance des Unternehmens mit einbringen. Zum anderen wird den Investor Relations Mitarbeitern die Aufgabe zufallen, die unternehmensspezifische Corporate Governance nach außen zu kommunizieren. So ist es nur konsequent, wenn den IR-Managern gleich bei der Einführung und Gestaltung von CG-Richtlinien die Möglichkeit zur Einflussnahme gewährt wird.

Die Entscheidung über die prinzipielle Annahme des Kodex<sup>342</sup> kann und soll eine Veränderung im Unternehmen bewirken<sup>343</sup>, denn mit ihr wird Corporate Governance zum Teil der Unternehmensstrategie. Eingebettet in die Unternehmenskultur können Grundsätze zur Unternehmensleitung und -überwachung zu einem eigenständigen Führungselement werden<sup>344</sup>. Wichtig bei der Implementierung von CG-Richtlinien ist jedoch, diese nicht nur zu formulieren und dann in den Akten abzulegen, sondern Corporate Governance tatsächlich zu leben. Dazu gehört auch die Kontrolle der Einhaltung von Regeln sowie die Weiterentwicklung ebensolcher.

Nachdem die grundsätzliche Entscheidung zugunsten der Corporate Governance als Teil der Unternehmensstrategie gefallen ist, kann dazu übergegangen werden, die Detailfragen zu klären, die in der Diskussion um die Implementierung zwangsläufig aufgeworfen werden. Hierzu gehört vor allem die organisatorische Implementierung von Corporate Governance Grundsätzen wie auch die personelle Zuweisung von Verantwortlichkeiten zu Fragen rund um dieses Themengebiet. Beide Aspekte werden in den folgenden Kapiteln ausführlich beleuchtet.

#### **4.1.1 Implementierung von Corporate Governance Grundsätzen**

Als erster Schritt in der Umsetzungsphase muss definiert werden, inwieweit der Kodex angenommen werden soll. Dem Gestaltungsspielraum sind hier keine Grenzen gesetzt. So können sämtliche Empfehlungen und einzelne oder die gesamten Anregungen übernommen, lediglich die vorgeschriebenen Soll-Punkte umgesetzt oder von diesen Ausnahmen gemacht werden. Zusätzlich ist es dem Unternehmen gestattet – und vom Kapitalmarkt erwünscht – über das Regelwerk hinausgehende Grundsätze zu befolgen. Zunächst muss also die prinzipielle Frage beantwortet werden, ob eine Erklärung zur (teilweisen) Befolgung des Kodex ausreichend ist oder ob zusätzlich unternehmensspezifische Corporate Governance Regeln, oftmals auch als Code of Best Practice bezeich-

---

<sup>342</sup> Zu diesem frühen Zeitpunkt soll noch nicht im Detail erörtert werden, welche einzelnen Bestimmungen erfüllt werden sollen und welche nicht. Vielmehr soll eine grundsätzliche richtungsweisende Entscheidung getroffen werden.

<sup>343</sup> Vgl. Brammer, R. P. [2001b], S. 103

<sup>344</sup> Vgl. Küsters, E. A.: Corporate Governance im basalen Prozeß der Organisation [2002], S. 356

net, formuliert werden sollen. Für die Veröffentlichung eigener CG-Richtlinien spricht das positive Signal, das hierdurch vom Unternehmen an die Öffentlichkeit gesendet wird, denn ein eigenes Regelwerk symbolisiert den hohen Stellenwert, den Grundsätze zur Unternehmensführung und -überwachung in der Gesellschaft einnehmen. Ein Code of Best Practice ist vor allem solchen Unternehmen zu empfehlen, die über besonders weit entwickelte Corporate Governance Strukturen verfügen, welche durch das bloße Bejahen des Kodex unterschlagen werden würden. Ebenfalls ratsam ist ein unternehmensspezifisches Regelwerk für Aktiengesellschaften, die Ausnahmen bei der Befolgung der Empfehlungen machen, denn während die Entsprechenserklärung keine Begründung zu Abweichungen verlangt, bietet sich ein Code of Best Practice für die Kommunikation der Gründe an. Für Unternehmen, die sich weitgehend konform zum Kodex verhalten, sind eigene Richtlinien hingegen zwar als positives Kommunikationsinstrument zu bewerten, jedoch nicht unbedingt notwendig, da bei einer sehr hohen Zustimmung zum Kodex dieser die gleiche Aufgabe erfüllt wie ein Code of Best Practice. Sowohl bei der (teilweisen) Anerkennung des Kodex wie auch bei der Gestaltung von eigenen Richtlinien sind vielfältige Aspekte zu berücksichtigen, die im weiteren Verlauf der Arbeit behandelt werden.

Bevor aber auf diese spezifische Fragestellung eingegangen wird, sollen grundsätzliche Rahmenbedingungen zur Implementierung von Corporate Governance Grundsätzen in Aktiengesellschaften erläutert werden. So müssen Vorstand und Aufsichtsrat zuallererst gemeinsam festlegen, welche übergeordneten Ziele ihr Unternehmen verfolgt. Hieraus können dann die Strukturen, Prozesse und zuständigen Personen abgeleitet werden, die zur Erreichung der definierten Ziele eingesetzt werden sollen<sup>345</sup>.

Um Corporate Governance Grundsätze nutzenbringend formulieren und einsetzen zu können, sollten diese gedanklich richtig eingeordnet werden. Valcárcel unterscheidet diesbezüglich zwischen Handlungs-, Aufgaben- und Organisationsgrundsätzen. Während die Einhaltung der beiden Letztgenannten recht einfach überprüfbar ist, da diese beispielsweise Berichtspflichten oder Vorgaben zur Struktur der Organe enthalten, muss bei der Gestaltung von Handlungsgrundsätzen darauf geachtet werden, keine Vorgaben zum praktischen Vorstandshandeln zu formulieren, sondern lediglich einen Rahmen zur Vorstrukturierung von Entscheidungen und Handlungen des Managements zu bieten<sup>346</sup>.

Einmal formuliert, ist es für den Erfolg von Corporate Governance Grundsätzen notwendig, diese nicht nur an die veränderten Anforderungen am Markt, sondern auch an die interne Entwicklung der Organisation anzupassen. Im Umkehrschluss bedeutet dies aber auch, Corporate Governance Regelungen zu beachten, wenn es um die Weiter-

---

<sup>345</sup> Vgl. Peltzer, M. / von Werder, A. [2001], S. 2

<sup>346</sup> Vgl. Valcárcel, S.: Theorie der Unternehmung und Corporate Governance : eine vertrags- und ressourcenbezogene Betrachtung [2002], S. 350ff

entwicklung des Unternehmens geht. So soll es zwar einerseits eine klare personelle Zuordnung der Verantwortlichkeit für Unternehmensleitung und -kontrolle geben, die tatsächliche konsequente Umsetzung jedoch muss als kollektiver Prozess im Unternehmen stattfinden<sup>347</sup>.

Nachdem die personellen Zuständigkeiten geklärt sind, sollte in einem nächsten Schritt eine Überprüfung des gegenwärtigen Stands bezüglich der Unternehmensführung und -überwachung durchgeführt werden, um in diesem Kontext zu analysieren, wo Änderungsbedarf besteht. Anschließend müssen alle nötigen Vorkehrungen getroffen werden, um Veränderungen möglichst schnell durchführen zu können. Spätestens zu diesem Zeitpunkt muss abgeklärt sein, auf welche rechtliche Weise CG-Grundsätze verankert werden sollen. In diesem Kontext ist auf die gesetzlich zwingende Kompetenzzuordnung zugunsten der Hauptversammlung und des Aufsichtsrats sowie auf das Gebot der Satzungsstrenge laut § 23 Abs. 5 AktG zu achten<sup>348</sup>. Möglichkeiten zur Verankerung der Richtlinien bestehen in der Aufnahme von entsprechenden Klauseln in den Geschäftsordnungen von Vorstand und Aufsichtsrat sowie der Anstellungsverträge für die Manager. Da einige Leitsätze Hauptversammlungsbeschlüsse zur Änderung der Satzung erfordern, ist genügend Zeit für die Umsetzung einzuplanen. Zu beachten ist hierbei, dass es sich nicht um einen einmaligen Vorgang handelt, sondern dass die Corporate Governance Grundsätze in einem ständigen Prozess kontrolliert und zumindest einmal jährlich an die durch die Cromme-Kommission vorgenommenen Veränderungen des Kodex angepasst werden müssen.

#### **4.1.2 Personelle Anforderungen durch die Einführung von Corporate Governance Richtlinien**

Um Regeln zur Unternehmensführung und -kontrolle langfristig und fest in der Gesellschaft zu verankern, müssen die notwendigen personellen Voraussetzungen geschaffen werden. Hierzu gehört nicht nur die Bestimmung eines Verantwortlichen für Corporate Governance, sondern auch hinzukommende Pflichten für das Führungs- und das Kontrollorgan. Ebenfalls stark beteiligt an CG-Grundsätzen wird die Investor Relations Abteilung sein, welche für die Kommunikation nach außen sowie die Weiterleitung eines Feedbacks des Marktes zuständig ist.

##### **4.1.2.1 Neue Anforderungen an die Organe der Aktiengesellschaft**

Mit der Aufnahme von Corporate Governance in die Unternehmensstrategie entstehen neue Aufgaben für Vorstand und Aufsichtsrat, da das Gesamtorgan nicht nur für die Einführung und Umsetzung von CG-Richtlinien verantwortlich ist, sondern ihre Rechte

---

<sup>347</sup> Vgl. Küsters, E. A. [2002], S. 356

<sup>348</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 258

und Pflichten durch solche Grundsätzen verändert werden. Es ist außerdem festzustellen, dass die Arbeitsweise des Managements verstärkt in der Öffentlichkeit diskutiert wird<sup>349</sup>. Die Geschäftsführer großer Aktiengesellschaften rücken somit zunehmend ins Rampenlicht.

Aufgrund der Verpflichtung der Verwaltungsorgane auf sorgfältige und ordnungsgemäße Geschäftsleitung laut §§ 93 Abs. 1 Satz 1, 116 AktG sowie dem durch des TransPuG neu eingefügten § 161 AktG ergeben sich mehrere Aufgaben für Vorstand und Aufsichtsrat<sup>350</sup>.

Zum einen ist das Gesamtorgan dazu verpflichtet, nach sorgfältiger Prüfung dem Interesse der Gesellschaft entsprechend über die Befolgung des Kodex zu entscheiden. Da es sich hierbei um eine Maßnahme der Geschäftsführung handelt, obliegt die Entscheidung laut § 76 Abs. 1 AktG dem Vorstand, wobei der Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats zu beachten ist, da es sich bei der Befolgung des Kodex um eine Entscheidung von wichtiger Bedeutung handelt. Auf jeden Fall fällt dem Kontrollorgan die Entscheidung über diejenigen Punkte des Regelwerks zu, von denen seine Mitglieder unmittelbar betroffen sind. Als drittes Organ ist bei einzelnen Leitsätzen auch die Hauptversammlung in den Entscheidungsprozess einbezogen, etwa wenn es um die Vergütungsregelung für den Aufsichtsrat geht<sup>351</sup>.

In einem weiteren Schritt müssen Vorstand und Aufsichtsrat dafür sorgen, dass die Einhaltung der CG-Richtlinien gewährleistet wird. Hierdurch ergibt sich zum einen die Pflicht zur Dokumentation und zur Organisation, worunter die schriftliche Festhaltung der getroffenen Entscheidungen, der eingeleiteten und umgesetzten Maßnahmen sowie der hieraus resultierenden Ergebnisse zu verstehen sind. Zudem umfasst die organisatorische Aufgabe die Bestimmung eines Verantwortlichen für die Belange der Corporate Governance. Wo und wie dieser organisatorisch eingebettet wird, soll im nächsten Kapitel erläutert werden. Zusätzlich zu einem solchen CG-Beauftragten ist es ratsam für den Aufsichtsrat, einen Ausschuss für die Kontrolle der Regeln zur Unternehmensleitung und -kontrolle zu gründen.

Um die korrekte Umsetzung von Corporate Governance Richtlinien zu garantieren, müssen sich die Organe einer regelmäßigen (Selbst-) Evaluation der Führungsaktivitäten unterziehen, um hierauf einen kontinuierlichen Verbesserungsprozess aufbauen zu können<sup>352</sup>. Zuletzt stehen Vorstand und Aufsichtsrat der Öffentlichkeit gegenüber in der Pflicht zur gewissenhaften und getreuen Rechenschaft. So muss bei der Abgabe der Entsprechenserklärung auf die Einhaltung der Grundsätze von Wahrheit, Vollständig-

---

<sup>349</sup> Vgl. Lenz, N.: Interview mit Jens Wolfram: Der Kapitalmarkt entscheidet [2002b]

<sup>350</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 253

<sup>351</sup> Vgl. ebenda

<sup>352</sup> Vgl. Peltzer, M. / von Werder, A. [2001], S. 2

keit, Klarheit und Übersichtlichkeit geachtet werden<sup>353</sup>. Ein wichtiger Aspekt bei der Selbstverpflichtung der Organmitglieder ist die Authentizität der Compliance<sup>354</sup>. Besonders unter dem Aspekt der oft bestehenden Mandatvielfalt können hieraus Probleme resultieren. Beispielsweise kann der Fall eintreten, dass sich ein Aufsichtsratsmitglied im Unternehmen A dem Kodex vollständig verpflichtet, im Unternehmen B jedoch nur die Hälfte der Empfehlungen anerkennt.

#### 4.1.2.2 Der Corporate Governance Beauftragte

Der Corporate Governance Beauftragte, in der Praxis auch oftmals als Compliance Officer bezeichnet, wird zu einem zentralen Erfolgsfaktor bei der Einführung und täglichen Praktizierung von Corporate Governance. Er ist der designierte Ansprechpartner für Fragen rund um die Regeln zur Unternehmensleitung und -überwachung und sollte in sehr engem Kontakt zum Vorstand stehen.

##### 4.1.2.2.1 Organisatorische Einbettung des Corporate Governance Beauftragten

Bezüglich der organisatorischen Einbettung der Stelle stehen verschiedene Alternativen zur Verfügung. Zu Anfang sollte eine prinzipielle Entscheidung darüber gefällt werden, wie umfassend die Aufgaben des zukünftigen Compliance Officers sein werden. Diese können aller Voraussicht nach von einem oder mehreren der bisherigen Mitarbeitern mit übernommen werden. Während die Regelungsaufgaben vor allem bei der erstmaligen Abgabe der Entsprechenserklärung anfallen, ist der zeitliche Aufwand für die Kommunikation auch von der Größe der Aktiengesellschaft, sowie von anderen Faktoren wie beispielsweise dem Anteil des Streubesitzes und der Zahl der ausländischen Investoren abhängig.

Die zu beantwortende grundsätzliche Fragen wird lauten: Compliance Officer ja oder nein? Generell ist es durchaus möglich, gar keinen CG-Beauftragten zu benennen, was allerdings nur dann Sinn macht, wenn zumindest ein Aufsichtsratsausschuss konstituiert ist, der sich explizit um die Einhaltung der Corporate Governance kümmert. Ist dies nicht der Fall, ist davon abzuraten, keinen Ansprechpartner zu bestimmen, denn hierdurch könnte das Commitment der Gesellschaft zur Corporate Governance als unglaubwürdig erscheinen. Schon bei einfachen telefonischen Anfragen müsste regelmäßig der Vorstandsvorsitzende konsultiert werden, was auf Dauer nicht praktikabel wäre.

So wird die Entscheidung eher zugunsten der Ernennung eines Compliance Officers fallen. Theoretisch ist dann die Schaffung einer neuen Stelle für diesen CG-Beauftragten denkbar, der sich ausschließlich um die Kontrolle, Dokumentation und Kommunikation von Corporate Governance Regelungen kümmert. In der Realität ist

---

<sup>353</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 254

<sup>354</sup> Vgl. Wolfram, J. [2002]

jedoch nicht mit einem solchen Verfahren zu rechnen, da der Officer aller Wahrscheinlichkeit nach nicht annähernd ausgelastet wäre. Praktikabler wird die Übertragung der Verantwortung an einen bestehenden Mitarbeiter bzw. eine Abteilung sein. In Frage kommen hier neben dem Vorstands-Assistenten (vgl. unter a) auch Mitarbeiter aus den Abteilungen Recht (vgl. unter b), Investor Relations (vgl. unter c) und Öffentlichkeitsarbeit (vgl. unter d).

a) Der *Assistent der Geschäftsführung* kennt zwar den Vorstand sowie dessen tägliche Aufgaben sehr gut, dennoch eignet er sich nur in begrenztem Maße als Compliance Officer. Ihm wird unterstellt, zu unkritisch zu agieren, denn in der Praxis kann oftmals eine sehr große Bindung zwischen dem Vorstandsvorsitzenden und dessen Assistenten beobachtet werden – in vielen Fällen wechselt mit dem Vorstands-Chef auch dessen engster Mitarbeiter. Es kann also davon ausgegangen werden, dass in der Mehrzahl der Fälle zwar eine enge Zusammenarbeit zwischen dem CG-Beauftragten und den Organen besteht, jedoch könnte die Objektivität zu wünschen übrig lassen.

b) Als weitere Möglichkeit der organisatorischen Eingliederung eines Compliance Officers ist die *Rechtsabteilung* zu nennen. Dieser Bereich scheint als gut geeignet, da weitreichende Kompetenz bezüglich juristischer Fragen besteht. Allerdings kann die Gefahr bestehen, dass Corporate Governance von einem Justiziar zu sensibel gehandhabt wird, da dieser Berufsstand für seine Sorgfalt, aber auch seine Vorsichtigkeit bekannt ist. Grundsätze zur Unternehmensführung und -überwachung sollen jedoch kein starres Regelwerk mit einer Ansammlung von drohenden Haftungsklagen sein, sondern vielmehr zur Transparenz für die Kapitalmärkte dienen.

c) Am besten geeignet für den Posten scheinen die Mitarbeiter der *IR-Abteilung* zu sein, denn sie sind nicht nur auf dem Gebiet des Kapitalmarkts bewandert, sondern verfügen zusätzlich über ein ausbaufähiges Basiswissen aus Rechnungslegung und Gesellschaftsrecht. Investor Relations Manager sind Kommunikationsprofis und verfügen als solche bereits über Kontakte zur Financial Community, was zur Erfüllung der Pflichten eines Compliance Officer hilfreich ist. Positiv bei einer Zuweisung der Verantwortung an diese Abteilung wäre auch die Geschlossenheit des Kommunikationskonzeptes, während die Aufteilung der Instrumente auf einen Compliance Officer außerhalb der Finanzkommunikation einerseits und die IR-Abteilung andererseits eher zu Problemen führen würde.

Allerdings sollte darauf geachtet werden, die IR-Abteilung nicht zu überfordern. Höchstens zwei Ansprechpartner sollten für die Fragen zur Corporate Governance verantwortlich sein und hierzu von einem Teil ihrer bisherigen Aufgaben entbunden werden. Ob diese Mitarbeiter dem Leiter der Finanzkommunikation oder direkt dem Vorstand unterstehen sollen, ist fallweise zu entscheiden. In jedem Fall sollte jedoch ein direkter Draht zum Führungs- und Kontrollorgan bestehen, um effektiv arbeiten zu können.

d) Als Alternative für solche Unternehmen, in denen die *PR-Abteilung* auch die Finanzmarktkommunikation übernimmt, ist eine Zuweisung der Verantwortlichkeit in diese Abteilung denkbar. Allerdings könnte hierdurch ein zu weitläufiges Betätigungsfeld entstehen, wodurch die Mitarbeiter nicht mehr in der Lage wären, alle Aufgaben gewissenhaft zu erledigen. Davon ausgehend, dass hier zwar umfassende Kommunikationsfähigkeiten, jedoch weniger Wissen über Themen wie Bilanzierung und Finanzmärkte vorhanden ist, sollte die Öffentlichkeitsabteilung nur in solchen Fällen als Ansprechpartner gewählt werden, in denen keine andere Alternative besteht.

#### 4.1.2.2.2 Aufgaben des Corporate Governance Beauftragten

Bereits zu Beginn der Diskussion um die Annahme des Kodex sollte der CG-Beauftragte in die Entscheidungsfindung mit einbezogen werden. Ebenso unterstützt er Vorstand und Aufsichtsrat bei der Überprüfung des Status Quo bezüglich der praktizierten Corporate Governance. Er identifiziert Schwachstellen, bringt Änderungsvorschläge an und leitet die notwendigen Maßnahmen zur Behebung der Defizite ein.

Eine zentrale Aufgabe stellt die Formulierung von unternehmensspezifischen Corporate Governance Grundsätzen unter Abstimmung mit dem Gesamtorgan dar. Hierzu arbeitet er zwar mit den Abteilungen Investor Relations und Recht zusammen, die Verantwortung obliegt jedoch ihm. Dasselbe gilt für das in Kapitel 4.2 näher erläuterte Corporate Governance Handbuch, das als Hilfestellung dienen soll.

Auch bei der Gestaltung anderer Instrumente zur internen und externen Kommunikation der Leitsätze zur Unternehmensleitung und -kontrolle arbeitet er mit der Finanzkommunikation zusammen. Hierzu zählt im Besonderen die Entsprechenserklärung, deren Abgabe zwar zu den Pflichten von Vorstand und Aufsichtsrat gehört, bei deren Formulierung der Compliance Officer aber beratend zur Seite stehen wird. Auch den im Kodex-Artikel 3.10 für den Geschäftsbericht vorgeschriebenen Bericht über die Corporate Governance des Unternehmens gestaltet er mit. Zur Umsetzung der übrigen Maßnahmen, die im Einzelnen noch erläutert werden, arbeitet er eng mit den IR-Managern zusammen.

Der CG-Beauftragte fungiert jedoch nicht nur als Kanal nach außen, sondern er beobachtet auch die nationalen und internationalen Entwicklungen im Bereich der Unternehmensführung und -überwachung. So misst er nicht nur die sich ändernden Anforderungen des Kapitalmarktes an die Corporate Governance Performance<sup>355</sup>, sondern verfolgt ebenfalls die gesetzlichen und quasi-gesetzlichen<sup>356</sup> Entwicklungen. Zusammen

---

<sup>355</sup> Vgl. BDI / PwC [2002], S. 18

<sup>356</sup> Hierunter sind die angekündigten Änderungen zu verstehen, welche die Cromme-Kommission mindestens einmal jährlich am vorliegenden Kodex vornehmen möchte.

mit Anpassungsvorschlägen der unternehmenseigenen Grundsätze gibt er seine Beobachtungen an das Verwaltungsorgan weiter.

Eine Aufgabe, die viel diplomatisches Geschick erfordert, ist die Beratung und Kontrolle der Organe. Der Compliance Officer soll die Entscheidungs-, Beschluss- und Kommunikationswege der Organe ständig beobachten und dokumentieren. Hierzu gehört auch die Kontrolle der Einhaltung von Corporate Governance Grundsätzen.

Um seinen Pflichten nachkommen zu können, sollte ein Compliance Officer Kenntnisse aus vielen unterschiedlichen Bereichen mitbringen. Zentral ist seine Fachkompetenz auf den Gebieten Gesellschaftsrecht, Investor und Public Relations sowie Rechnungs- und Wirtschaftsprüfungswesen. Zusätzliches Know-How aus weiteren Fachgebieten wie Steuerwesen, Controlling, Personal- und Organisationswesen, Führungs- und Organisationsentwicklung steigert seine Qualifikation für den Posten eines CG-Beauftragten<sup>357</sup>. Als so genannte „Soft Skills“ sollte er über ausreichend Diplomatie für den Umgang mit Führungskräften sowie Kommunikationsfähigkeiten verfügen.

#### **4.1.3 Umsetzung der Empfehlungen und Anregungen des Kodex**

Im vorliegenden Kapitel soll dem Leser Klarheit darüber verschafft werden, wie die einzelnen Empfehlungen und Anregungen des Kodex umgesetzt werden können. Hierbei wird einerseits auf die rechtliche Implementierung der Leitsätze eingegangen, andererseits werden problematische Aspekte einzelner Vorschriften hervorgehoben.

Grundsätzlich gibt es drei Pfeiler zur rechtlichen Verankerung der CG-Richtlinien. Obligatorisch ist hierbei die Anpassung der Satzung, die zur Umsetzung einiger Empfehlungen erforderlich wird. Allerdings verändert der Kodex durch diesen Vorgang nicht nur seinen Rechtscharakter und wird weniger flexibel, er bringt auch neue Haftungsfolgen für das Verwaltungsorgan mit sich<sup>358</sup>. Die Aufnahme einer Klausel zur zwingenden Anerkennung des Kodex in die Geschäftsordnungen von Vorstand und Aufsichtsrat ist zwar nirgends ausdrücklich vorgeschrieben, wird sich aber in der Praxis voraussichtlich weitgehend durchsetzen, da hierdurch bei der nötigen Flexibilität eine rechtliche Grundlage geschaffen wird. Zusätzlich kann die Verpflichtung zur Einhaltung der Corporate Governance Grundsätze auch in den einzelnen Arbeitsverträgen der Manager aufgenommen werden.

---

<sup>357</sup> Vgl. Küsters, E. A. [2002], S. 357f

<sup>358</sup> Vgl. Claussen, C. P. / Bröcker, N. [2002], S. 1199

#### 4.1.3.1 Regelungen bezüglich der Aktionärsrechte, Transparenz, Rechnungslegung und Abschlussprüfung

In diesem Kapitel sollen sowohl die Leitsätze zur Verbesserung der Aktionärsrechte (vgl. unter a), der Transparenz (vgl. unter b) wie auch der Rechnungslegung und der Abschlussprüfung (vgl. unter c) erläutert werden.

a) Die Umsetzung der Empfehlung zur Veröffentlichung der Berichte, der *Unterlagen und der Tagesordnung der Hauptversammlung* im Internet (Kodex Art. 2.3.1)<sup>359</sup> sowie die Verpflichtung zur Zustellung der Einberufungsunterlagen (Art. 2.3.2) bedarf lediglich der Zustimmung des Geschäftsleitungsorgans oder einer Regelung in unternehmensspezifischen CG-Grundsätzen<sup>360</sup>. Für die Zusendung der Einberufungsunterlagen wird sich der Aufbau eines Verteilers mit den Adressen der Besteller des letzten Jahres am praktikabelsten erweisen, da ansonsten nur schwierig nachvollzogen werden kann, an wen zur letzten Hauptversammlung Unterlagen verschickt wurden.

Wichtig in Anbetracht der Empfehlungen des Artikels 2.3.3, der die *Erleichterung der persönlichen Wahrnehmung von Aktionärsrechten* regelt, ist die Kommunikation zur Erfüllung dieser Soll-Vorschriften. So trägt ein Stimmrechtsvertreter erst zur Verbesserung der Rechte des Anlegers bei, wenn dieser über die Existenz und die Identität seines Vertreters informiert ist. Die Anregung in diesem Absatz, die Erreichbarkeit des Stimmrechtsvertreters auch während der Hauptversammlung zu gewährleisten, kommt de facto einer Online-Stimmabgabe gleich, denn der Aktionär kann hierdurch auch während der Veranstaltung seine Weisung ändern<sup>361</sup>. Alle im Artikel 2.3.3 enthaltenen Regeln sind nur durch einen HV-Beschluss oder eine Satzungsänderung umzusetzen<sup>362</sup>.

Die *Verfolgung der Hauptversammlung im Internet* (Art. 2.3.4) wurde absichtlich nur als eine freiwillige Maßnahme formuliert. Während einige große Aktiengesellschaften ihre Hauptversammlung schon seit mehreren Jahren im Web übertragen, ist dies keineswegs die übliche Praxis<sup>363</sup>. Vor allem für kleine Gesellschaften, besonders solche mit wenigen Großaktionären und geringem Anteil an Streubesitz, stünde der Aufwand in keinem Verhältnis zum Nutzen, weshalb auch für die Zukunft damit zu rechnen ist, dass dieser Absatz als Nice-to-have bestehen bleibt.

b) Die *gleichberechtigte Informationsvorsorgung* (Fair Disclosure) wird in Artikel 6.3 ausdrücklich vorgeschrieben. Dieser wie auch die beiden folgenden Leitsätze zur zeitnahen und länderübergreifend gleichmäßigen Information können durch die Zustimmung des jeweils betroffenen Geschäftsleitungsorgans oder durch einen unterneh-

---

<sup>359</sup> Vgl. Kodex

<sup>360</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 259

<sup>361</sup> Vgl. Noack, U. [2002], S. 625f

<sup>362</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 258

<sup>363</sup> Vgl. Schüppen, M. [2002], S. 1118

menseigenen Code of Best Practice geregelt werden<sup>364</sup>. Artikel 6.6 wurde vom Vierten Finanzmarktförderungsgesetz bereits überholt, das die Bekanntmachung von Kauf und Verkauf von Aktien durch Mitglieder der Geschäftsführung sowie deren nächsten Verwandten regelt (Directors' Dealings). Die Veröffentlichung des Aktienbesitzes im Anhang zum Konzernabschluss hingegen muss von den jeweiligen Mitgliedern der Organe genehmigt werden<sup>365</sup>.

Die Forderung nach einem *Finanzkalender* in Artikel 6.7 dürfte keine Probleme bereiten, da der überwiegende Teil der Aktiengesellschaft bereits über einen solchen verfügt. Zur Umsetzung dieser Empfehlung wie auch der Veröffentlichung von Informationen auf der Website des Unternehmens (Art. 6.8) ist lediglich die Zustimmung aller Organmitglieder nötig<sup>366</sup>.

c) Die Umsetzung der Regelungen aus dem Kapitel zur *Rechnungslegung* könnte vor allem von kleineren Gesellschaften aus dem Amtlichen Handel und dem Geregelten Markt abgelehnt werden, da diese bisher nur nach HGB bilanzieren müssen und eine Rechnungslegung nach internationalen Grundsätzen mit einem erheblichen Mehraufwand verbunden ist, den die Unternehmen wohl nicht auf sich nehmen werden, nur um den Kodex vollständig anerkennen zu können. Aktiengesellschaften, die sich jedoch hierfür entscheiden, können dies durch einfachen Beschluss der Unternehmensführung umsetzen<sup>367</sup>. Probleme könnten auch beim zweiten Teilsatz des Artikels 7.1.2 auftreten, in dem die Frist zur Aufstellung des Konzernabschlusses auf 90 Tage, der Zwischenberichte auf 45 Tage nach Ende des Berichtszeitraums verkürzt wird. Abweichungen vom Kodex sind ebenfalls bei der Angabe zu Drittunternehmen (Art. 7.1.4) sowie der Erläuterung der Beziehung zu nahe stehenden Aktionären (Art. 7.1.5) denkbar, da beide Forderungen nicht dem Status Quo in der Praxis entsprechen.

Die Leitsätze zur *Abschlussprüfung* bedürfen nur einer Regelung durch den Aufsichtsrat, vorzugsweise in dessen Geschäftsordnung<sup>368</sup>. Gelhausen und Hönsch weisen in diesem Kontext darauf hin, dass zusätzlich zu den in Artikel 7.2.1 geforderten allgemeinen Angaben zur Unabhängigkeit auch einzelne besonders bedeutsame Befangenheitsgründe in Anlehnung an § 319 HGB abgefragt werden sollten. Außerdem sollte der Abschlussprüfer darauf verpflichtet werden, die Maßnahmen darzustellen, die er zur Sicherung seiner Unabhängigkeit ergriffen hat sowie sein Gesamthonorar getrennt nach der Vergütung für die Abschlussprüfung sowie für sonstige Leistungen anzugeben<sup>369</sup>.

---

<sup>364</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 259

<sup>365</sup> Vgl. ebenda

<sup>366</sup> Vgl. ebenda

<sup>367</sup> Vgl. ebenda

<sup>368</sup> Vgl. ebenda, S. 258f

<sup>369</sup> Vgl. Gelhausen, H. F. / Hönsch, H. [2002], S. 530f

#### 4.1.3.2 Regelungen zu Vorstand und Aufsichtsrat

Die Kodex-Leitsätze zum Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat (vgl. unter a), dem Geschäftsführungsorgan (vgl. unter b) wie auch dem Kontrollorgan (vgl. unter c) sollen im Folgenden auf ihre Umsetzung hin analysiert werden.

a) Zum Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat geben die Regelungen im Kapitel 3 Aufschluss. So sollen die *Informations- und Berichtspflichten* des Vorstands näher festgelegt werden, wozu sich die Geschäftsordnung des Aufsichtsrats anbietet<sup>370</sup>. Artikel 3.4 definiert jedoch nicht genauer, welche Aspekte in der Ordnung enthalten sein sollen. Lutter fordert hier eine Informationsordnung mit Bezug auf alle in- und ausländischen Teile des Konzerns. Die Planungen und Planrechnungen für die Tochtergesellschaften sollten seiner Meinung nach dem Aufsichtsrat des Oberkonzerns vorgelegt werden müssen<sup>371</sup>.

Der Artikel 3.7 gibt zum Thema Verhalten des Verwaltungsorgans bei *Übernahmeangeboten* vor allem geltendes Recht wieder, ohne nähere Angaben hierzu zu machen. So bleibt unklar, wie und wann die „begründete Stellungnahme“ an die Investoren vermittelt werden soll<sup>372</sup>. Hier wäre beispielsweise eine Veröffentlichung im Internet innerhalb eines bestimmten Zeitraums aktionärsfreundlicher. Die enthaltene Kann-Regelung zur Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung geht zwar über den Gesetzestext hinaus, die Formulierung „in angezeigten Fällen“ lässt dem Anwender allerdings zu viel Spielraum offen. Auch die Erläuterung von Dr. Gerhard Cromme, „angezeigt“ wären auch Fälle, in denen die Einberufung gesetzlich nicht notwendig sei<sup>373</sup>, trägt wenig zur Steigerung der Stichhaltigkeit bei.

Der im Artikel 3.8 geforderte angemessenen *Selbstbehalt bei D&O-Versicherungen* bewirkt eine zunehmende Verantwortung der Organmitglieder für ihr Handeln<sup>374</sup>. Da diese zwingende Empfehlung für viele Aktiengesellschaften eine Neuerung darstellt, ist damit zu rechnen, dass sie auf einige Kritik in der öffentlichen Diskussion stoßen dürfte<sup>375</sup>. Soll der Leitsatz tatsächlich befolgt werden, sind zur Umsetzung zwei Schritte nötig. Denn während der Selbstbehalt für den Vorstand durch den Aufsichtsrat zu regeln

---

<sup>370</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 258f

<sup>371</sup> Vgl. Lutter, M. [2001], S. 234f

<sup>372</sup> Vgl. Sommer, H. K. [2002b], S. 32

<sup>373</sup> Vgl. Regierungskommission [2002], S. 5

<sup>374</sup> Diese aus dem angloamerikanischen Raum stammenden Versicherungen sollen die Haftung der Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat begrenzen. Da solche Policen von der Gesellschaft abgeschlossen und somit auch bezahlt werden, bestand für die Organmitglieder bisher ein zu geringer Anreiz, Haftungsfälle von vornherein zu vermeiden.

<sup>375</sup> Vgl. Schüppen, M. [2002], S. 1118

ist, erfordert die Bestimmung des Anteils der Aufsichtsratsmitglieder einen Beschluss der Hauptversammlung oder eine entsprechende Satzungsänderung<sup>376</sup>.

Eine einfach zu realisierende Soll-Vorschrift ist die Aufnahme eines *Berichts zur Corporate Governance* des Unternehmens in den Geschäftsbericht, den Artikel 3.10 fordert. Hierzu ist lediglich die Zustimmung von Vorstand und Aufsichtsrat nötig<sup>377</sup>.

b) Die Regelungen bezüglich der Rechte und Pflichten des Vorstands beginnen erst mit dem Punkt 4.2, vorher werden lediglich gesetzliche Vorschriften wiedergegeben. Artikel 4.2.1 enthält die verbindliche Forderung nach einer *Geschäftsordnung* für das Leitungsorgan, das aus mehreren Personen bestehen soll. Die Vorschrift zur *Mehrköpfigkeit des Vorstands* bedarf laut § 23 Abs. 3 Nr. 6 AktG einer Änderung in der Satzung der Gesellschaft. Die Geschäftsordnung für den Vorstand hingegen wird laut § 77 Abs. 2 Satz 1 AktG vom Aufsichtsrat erlassen, ist also in dessen Geschäftsordnung zu regeln<sup>378</sup>.

Als positiv ist der Kodex in Bezug auf die Regelungen zur *Vorstandsvergütung* zu bewerten (Art. 4.2.3). Er schreibt nicht nur die Bezahlung durch fixe und variable Bestandteile vor, sondern stellt recht detaillierte Richtlinien zur Gestaltung und Bekanntmachung von Aktienoptionsplänen auf. Hier könnten in der Praxis allerdings einige Abweichungen zu verzeichnen sein, denn zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist es durchaus üblich, Erfolgsziele nachträglich anzupassen („Repricing“), was der Kodex ausdrücklich verbietet. Den nötigen Regelungsbedarf bezüglich der Vergütung der Manager deckt der Aufsichtsrat in seiner Geschäftsordnung ab<sup>379</sup>.

Die Zustimmung zur Veröffentlichung der Vorstandsvergütung obliegt den Organmitgliedern selbst<sup>380</sup>. Wohl wissend, dass der Leitsatz 4.2.4 für eine lebendige Diskussion in der Öffentlichkeit sorgen würde, hat die Cromme-Kommission dessen empfindlichsten Teil, nämlich die Anregung zur individualisierten Offenlegung des Gehalts, als Kann-Regel formuliert.

Das Kapitel zu *Interessenkonflikten* enthält größtenteils geltendes Gesetzesrecht. Darüber hinaus geht Artikel 4.3.4, der die Offenlegung von Interessenkonflikten gegenüber dem Aufsichtsrat regelt. Umgesetzt werden kann dieser Leitsatz nur dann, wenn jedes Mitglied des Gesamtorgans zustimmt. Im Gegensatz dazu bedarf die Bestimmung zustimmungspflichtiger Geschäfte lediglich eines Beschlusses durch den Aufsichtsrat. Die Implementierung der Regel zu Nebentätigkeiten von Vorstandsmitgliedern (Art. 4.3.5) setzt wiederum die Zustimmung aller Mitglieder aus Vorstand und

---

<sup>376</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 258f

<sup>377</sup> Vgl. ebenda, S. 259

<sup>378</sup> Vgl. ebenda, S. 258f

<sup>379</sup> Vgl. ebenda, S. 258f

<sup>380</sup> Vgl. ebenda, S. 259

setzt wiederum die Zustimmung aller Mitglieder aus Vorstand und Aufsichtsrat voraus<sup>381</sup>.

c) Den größten Teil des Kodex nehmen die Regelungen zum Kontrollorgan ein. Beginnend mit den Aufgaben und Zuständigkeiten ist die Befolgung des Artikels 5.1.2, *Bestellung des Vorstands*, durch die Geschäftsordnung des Aufsichtsrats zu regeln<sup>382</sup>. Kritisch ist allerdings der Teilsatz zur Altersgrenze zu sehen, da der Zwang zur Festlegung einer Altersgrenze alleine noch nicht zur Verbesserung der Corporate Governance beiträgt<sup>383</sup>.

Weniger Probleme wird die Umsetzung der Pflicht zur Aufstellung einer *Geschäftsordnung* für den Aufsichtsrat (Art. 5.1.3) bereiten, da diese bereits dem Status Quo entspricht. Der Kodex enthält zwar keine Angaben zu deren Inhalt, denkbar sind aber unter anderem Regeln zur Effizienzprüfung, der Ausschussbildung und der Definition von Aufgaben und Befugnissen des Aufsichtsratsvorsitzenden<sup>384</sup>.

Mit dem Kapitel zur *Ausschussbildung* zollt die Cromme-Kommission einen Tribut an das angelsächsische System der Unternehmensführung, wo die meiste Arbeit in kleinen Gremien mit sehr umfassenden Aufgaben erledigt wird<sup>385</sup>. Allerdings bleibt der Kodex außer bei der Pflicht zur Bildung eines Prüfungsausschusses (Audit Committee) eher vage. So werden lediglich Vorschläge von zu gründenden Ausschüssen genannt, eine genaue Vorgabe zur Anzahl erfolgt nicht. Lutter wünscht sich hier mindestens drei Ausschüsse mit jeweils nur drei bis vier Mitgliedern sowie ein klare und möglichst aus der Satzung ersichtliche Aufgabenstellung<sup>386</sup>. Sommer definiert als mögliche Ausschüsse ein Präsidium, einen Personal- oder Vorstandsausschuss, einen Vermittlungsausschuss, einen Ausschuss für Finanzen und Investitionen sowie ein Gremium für soziale Angelegenheiten<sup>387</sup>.

Der Kodex beschäftigt sich sehr ausführlich mit der *Vergütung der Aufsichtsräte*, indem er zahlreiche Soll- und Kann-Vorschriften macht. Artikel 5.4.1 jedoch weist wieder das Problem unzulänglicher Stichhaltigkeit auf. Eine genauere Definition der erforderlichen

---

<sup>381</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 258f

<sup>382</sup> Vgl. ebenda, S. 258f

<sup>383</sup> Legt der Aufsichtsrat eine Altersgrenze von 99 Jahren fest, ist die Regel zwar eingehalten, jedoch ad absurdum geführt.

<sup>384</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 258f

<sup>385</sup> US-amerikanische Audit Committees mit drei bis fünf Mitgliedern erledigen vielfältige Aufgaben. Hierzu gehört beispielsweise die Koordination der externen und internen Prüfung, die Gestaltung und Überwachung der internen Kontrollsysteme, die Kontrolle von Bilanzpolitik und Geschäftsablauf sowie die Verantwortung für die Einhaltung von Codes of Conduct. Vgl. Schneider, J.: Erfolgsfaktoren der Unternehmensüberwachung [2000], S. 218ff

<sup>386</sup> Vgl. Lutter, M. [2001], S. 229

<sup>387</sup> Vgl. Sommer, H. K. [2002b], S. 45

Kenntnisse, Fähigkeiten und Erfahrungen für die Ausübung der Kontrolltätigkeit sollte deshalb in der Geschäftsordnung des Aufsichtsrats festgelegt werden.

Die Forderung zur *Begrenzung auf zwei ehemalige Vorstände* im Kontrollorgan wird sicherlich nicht in allen Aktiengesellschaften eingehalten werden, da der Wechsel vom Management in den Aufsichtsrat durchaus der üblichen Praxis entspricht. Soll die Empfehlung umgesetzt werden, ist hierfür eine Satzungsänderung durch die Hauptversammlung nötig<sup>388</sup>.

Ebenfalls einer Satzungsänderung bedürfen laut § 113 Abs. 1 Satz 2 AktG die Leitsätze zur Vergütung (Art. 5.4.5). Auch die Mitglieder der Organe müssen solchen Regelungen zustimmen<sup>389</sup>, wobei vor allem die geforderte erfolgsorientierte Komponente sowie die individualisierte Veröffentlichung für Meinungsverschiedenheiten sorgen könnte.

Das Kapitel zur Handhabung von *Interessenkonflikten* geht nicht explizit darauf ein, wo solche entstehen könnten. Hier nennt Sommer Aufsichtsrats-Mandate und Vorstandsmitgliedschaften in konkurrierenden Unternehmen. Ebenso könnten bei der Festlegung der Höhe von erfolgsabhängigem Entgelt für den Vorstand durch den Aufsichtsrat Interessenkollisionen auftreten. Diese Möglichkeit träte dann ein, wenn das Kontrollorgan das genehmigte Gehalt in gleichem Maßstab auch für sich selbst einfordern würde<sup>390</sup>. Zur Umsetzung der beiden Empfehlungen in Artikel 5.5.2 und 5.5.3 zur Offenlegung von Interessenkonflikten gegenüber dem Aufsichtsrat und der Hauptversammlung sowie der Beendigung des Mandats bei wesentlichen Interessenkonflikten ist die Zustimmung aller Mitglieder des Gesamtorgans vonnöten<sup>391</sup>.

Das letzte Kapitel unter der Rubrik Aufsichtsrat besteht aus einer einzigen Empfehlung, nämlich der zur regelmäßigen *Überprüfung der eigenen Effizienz* (Art. 5.6). Ohne eine nähere Definition dieses Leitsatzes verkommt die Forderung jedoch leicht zu einer Farce<sup>392</sup>. Die Geschäftsordnung des Kontrollorgans sollte deshalb genau festhalten, wie eine solche Prüfung vonstatten zu gehen hat. Der Leiter der ersten Regierungskommission, Theodor Baums, hat das (Geschäfts-) Potential dieser Regelung bereits erkannt und eine Beratungsgesellschaft gegründet, die Aufsichtsräte bei der Überprüfung der Effizienz ihrer Tätigkeit beraten soll<sup>393</sup>. In den USA nehmen bereits über 40 % der 3000 größten

---

<sup>388</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 258

<sup>389</sup> Vgl. ebenda, S. 258f

<sup>390</sup> Vgl. Sommer, H. K. [2002b], S. 42

<sup>391</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 259

<sup>392</sup> Das Kontrollgremium könnte in einer Aufsichtsratssitzung die Effizienz seiner Arbeit kurz erörtern und würde dann höchstwahrscheinlich zu dem Schluss kommen, dass alle Mitglieder ihre Aufgaben erfüllt haben. Der Kodex-Forderung wäre hiermit nachgekommen, ein tatsächlicher Aussagegehalt bestände allerdings nicht.

<sup>393</sup> Vgl. o.V.: Arbeitsbeschaffung [2002c]

Aktiengesellschaften eine so genannte jährliche „Board Review“ vor<sup>394</sup>, in der eine Selbstbeurteilung mit Hilfe externer Berater Aufschluss über die Effizienz liefern soll. Die anonymisierten Ergebnisse gehen dabei an den Aufsichtsratsvorsitzenden, der die Daten dem gesamten Organ bekannt gibt.

#### 4.1.4 Durchsetzung von Corporate Governance Grundsätzen

Als die Cromme-Kommission über die rechtliche Implementierung des Kodex beriet, standen verschiedene Alternativen offen. Neben der gewählten gesetzlichen Vorschrift zur Abgabe einer Entsprechenserklärung wäre auch eine Aufnahme der Abgabepflicht in die Börsenzulassungsfolgepflichten möglich gewesen, wie dies in Großbritannien mit dem Combined Code praktiziert wird<sup>395</sup>. Dagegen spricht allerdings der erhebliche Mehraufwand, der den deutschen Börsen bei der Überprüfung der Einhaltung entstehen würde<sup>396</sup>. Nach Auffassung der Baums-Kommission wären diese personell hierzu gar nicht in der Lage<sup>397</sup>.

Andererseits wurden in der letzten Zeit Stimmen laut, die die Meinung vertraten, eine freiwillige Selbstverpflichtung genüge nicht für die Durchsetzung von Corporate Governance Grundsätzen. Begründet wird diese Aussage mit den bisherigen Erfahrungen mit freiwilligen Kodices in Deutschland. Als Beispiele sind hier die Insiderhandels-Richtlinien (in der Fassung von 1988), die Leitsätze für Übernahmeangebote (von 1979) oder der Übernahmekodex (in der Fassung von 1997) zu nennen<sup>398</sup>, die gezeigt haben, dass optionale Regeln nicht oder nur in begrenztem Maße angewendet und somit letztendlich durch Gesetze mit Straf- bzw. Bußgeldandrohung ersetzt werden. Wie bereits erwähnt<sup>399</sup>, können diese bisherigen freiwillig zu befolgenden Richtlinien jedoch nicht mit dem nun vorliegenden Deutschen Corporate Governance Kodex verglichen werden, da dieser rechtlich in das Aktiengesetz eingebunden ist, was bei den anderen Regelwerken nicht der Fall ist.

Die Durchsetzung des Kodex (Enforcement) nach dem Comply-or-Explain-Prinzip birgt die Gefahr, dass Unternehmen sich nicht eingehend mit dem Thema der Unternehmensleitung und -kontrolle beschäftigen, sondern vielmehr „box-ticking“ betreiben, also das bloße Abhaken der Leitsätze ohne Reflektierung der Inhalte praktizieren<sup>400</sup>. Auch kann die Durchsetzung von Corporate Governance Regeln nach Meinung von Ehrhardt und

---

<sup>394</sup> Vgl. Schilling, F.: Corporate Governance – Form oder Inhalt [2002], S. 25

<sup>395</sup> Vgl. Lutter, M. [2001], S. 236

<sup>396</sup> Vgl. Behrenwaldt, U.: Wertschöpfung auf dem Prüfstand: Der Anspruch der institutionellen Investoren an die Investor-Relations-Arbeit [2001], S. 432

<sup>397</sup> Vgl. Baums, T.: Diskussion [2001a], S. 33

<sup>398</sup> Vgl. Hopt, Klaus J. [2002], S. 47

<sup>399</sup> Vgl. Kapitel 3.4.1

<sup>400</sup> Vgl. European Commission [2002], S. 2

Olaf nur dann funktionieren, wenn ein zuverlässiger und umfassender Schutz von Minderheitsaktionären gewährleistet ist<sup>401</sup>.

Ein juristisches Problem sieht Wolf in der verfassungsrechtlichen Legitimation einer Durchsetzung anhand des Comply-or-Explain-Prinzips, da hierdurch seiner Meinung nach der in Deutschland praktizierte Parlamentarismus geschwächt wird. Für Eingriffe in die Grundrechte der Organmitglieder durch Offenlegung von Aktienbesitz, Eigengeschäften und persönlichem Einkommen hält er die Verabschiedung eines Parlamentsgesetzes für notwendig<sup>402</sup>. Seine Aussagen sind vor dem Hintergrund des Vierten Finanzmarktförderungsgesetz jedoch zu relativieren, da hier zumindest die Veröffentlichung der Directors' Dealings gesetzlich geregelt ist. Auch die individuelle Offenlegung des Gehalts benötigt keine gesetzliche Legitimation, ist sie doch im Kodex lediglich als unverbindliche Anregung festgehalten. Bezüglich der Bekanntmachung von Aktienbesitz könnten seine Bedenken jedoch greifen, da es sich hierbei um eine durch den Kodex neu eingebrachte Regelung handelt, von der Abweichungen offenzulegen sind. Wird diese Empfehlung nicht befolgt, ist zwar eventuell mit einer Bestrafung durch den Kapitalmarkt zu rechnen, doch wird diese für ein Unternehmen wohl verkraftbar sein<sup>403</sup>.

Dass die oben angeführten Befürchtungen zur mangelnden Durchsetzbarkeit ernst genommen werden, zeigt die Ankündigung von weiteren legislativen Maßnahmen durch das Bundesjustizministerium für den Fall, dass die freiwillige Selbstverpflichtung nicht für eine hinreichende Verbreitung des Kodex sorgt<sup>404</sup>.

Auch Theodor Baums, Vorsitzender der ersten Regierungskommission, hat bereits weitergehende Pläne für das Enforcement des Deutschen Corporate Governance Kodex. Bei der DIRK-Jahreskonferenz im April 2002 erläuterte er das in der Diskussion befindliche Konzept zur Schließung der Durchsetzungs-Lücke in Deutschland. Die Lösung wäre hiernach die Einrichtung eines privaten Panels nach englischem Vorbild, das ähnlich wie das DRSC arbeiten würde und für die Überwachung der Unternehmen zuständig wäre. Dieses Kontrollorgan solle Regelverstöße rügen und notfalls eine Anklage ähnlich der Verbandsklage erheben können<sup>405</sup>. Vorteile bietet ein solches System bezüglich der Akzeptanz bei den kontrollierten Unternehmen, da davon ausgegangen werden kann, dass die Kooperationsbereitschaft bei einem hierarchisch mit den Aktiengesell-

---

<sup>401</sup> Vgl. Ehrhardt, O. / Nowak, E. [2002], S. 336

<sup>402</sup> Vgl. Wolf, M.: Corporate Governance – Der Import angelsächsischer „Self-Regulation“ im Widerstreit zum deutschen Parlamentsvorbehalt [2002], S. 59f

<sup>403</sup> Sofern sich die Aktiengesellschaft weitgehend an den Corporate Governance Kodex hält und ihre Abweichungen wohl begründet, ist mit Verständnis seitens der Finanzmärkte zu rechnen.

<sup>404</sup> Vgl. BDI / PwC [2002], S. 38

<sup>405</sup> Theodor Baums bei der DIRK-Jahreskonferenz. Vgl. Baums, T. et al. [2002]

schaften gleichgestellten Panel höher sein wird als bei einem übergeordneten<sup>406</sup>. Noch weiter geht der Vorschlag Werner G. Seiferts, Vorstandsvorsitzender der Deutschen Börse, der erwägt, einzelne Firmen bei grober Missachtung von Corporate Governance Spielregeln aus dem jeweiligen Index auszuschließen<sup>407</sup>.

In der verbleibenden Zeit sollen verschiedene Organisationen beim Enforcement des Cromme-Kodex unterstützend wirken. In diesem Kontext ist zum einen die zentrale Staatsanwaltschaft für Börsenkriminalität in Frankfurt am Main zu nennen, die auch für die Verfolgung von Insidergeschäften verantwortlich ist. Zum anderen soll die im Mai diesen Jahres gegründete Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) bei der Überwachung der Unternehmen helfen<sup>408</sup>. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist allerdings noch unklar, wie weit die Kontroll- und Sanktionsbefugnisse der Bundesanstalt reichen werden. Hopt beispielsweise schlägt zusätzlich zu den bestehenden Aufgaben die Kontrolle von Wirtschaftsprüfern und Rechnungslegung vor<sup>409</sup>, wofür sich auch Zitzelsberger auf dem IDW-Symposium zur Corporate Governance<sup>410</sup> sowie Seifert und Voth in ihren Diskussionsbeiträgen zur Wirtschaftspolitik aussprechen<sup>411</sup>.

Neben diesem Druck zur Umsetzung von außen ist auch mit einem internen Zwang zur Praktizierung der einmal beschlossenen Grundsätze zu rechnen. Dies wird vor allem dann der Fall sein, wenn einzelne CG-Leitsätze oder die Regeln in ihrer Gesamtheit im Anstellungsvertrag, der Satzung oder der Geschäftsordnung verankert werden, was zu erwarten ist.

Nicht zu vergessen im Rahmen der Debatte um den Deutschen Corporate Governance Kodex und dessen Durchsetzung ist der Abschlussprüfer, der eine wichtige Unterstützungsfunktion bezüglich der Kontrolltätigkeiten des Aufsichtsrats innehat, zumal dem Überwachungsorgan selbst gar nicht die nötigen Ressourcen zur Verfügung stehen, um den Vorstand umfangreich zu überprüfen<sup>412</sup>. Da der Wirtschaftsprüfer der Öffentlichkeit die Richtigkeit und Wahrhaftigkeit des Jahresabschlusses garantiert<sup>413</sup>, wäre er auch der richtige Kontrolleur der formalen Einhaltung des Kodex, zumal eine große Relevanz der

---

<sup>406</sup> Vgl. Hommelhoff, P.: Für ein spezifisch deutsches Durchsetzungssystem – Schaffung einer Kontrollinstanz zur Sicherstellung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Enforcement-Systems [2002], S. 41

<sup>407</sup> Vgl. Seifert, W. G. [2002]

<sup>408</sup> Vgl. Ehrhardt, O. / Nowak, E. [2002], S. 341

<sup>409</sup> Vgl. Hopt, K. J.: Das System der Unternehmensüberwachung in Deutschland [2001], S. 58

<sup>410</sup> Vgl. Zitzelsberger, S.: Begrüßung zum IDW-Symposium [2002], S. 4

<sup>411</sup> Seifert und Voth schlagen eine stichprobenartige Prüfung der Bilanzierungspraxis der großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vor und plädieren im Fall von Verstößen, diese öffentlich bekannt zu machen und deutliche Strafen bis hin zum Berufsverbot zu verhängen. Vgl. Seifert, W. G. / Voth, H.-J.: Kursverluste, Konkurse, „Kapital“verbrechen – Für eine Allianz von aufgeklärten Bürgern und starkem Staat [2002], S. 9

<sup>412</sup> Vgl. Schruoff, W.: Unternehmensüberwachung und Abschlussprüfer [2001], S. 151

<sup>413</sup> Vgl. Mattheus, D.: Mängel in der Abschlussprüfung [2001], S. 15

Entsprechenserklärung für Investitionsentscheidungen zu erwarten ist<sup>414</sup>. Bisher erstreckt sich der Prüfungsauftrag gemäß § 317 HGB lediglich auf die Abgabe-Erklärung im Anhang<sup>415</sup>, während über Abweichungen der Organe von der abgegebenen Entsprechenserklärung laut Kodex-Artikel 7.2.3 nur berichtet werden muss, wenn der Abschlussprüfer mehr oder wenig zufällig hierauf stößt. Laut Gelhausen und Hönsch wird dies am ehesten bei den Artikeln 4.2.2 (Vergütung des Vorstands) und 7.1.3 (Angaben zum Aktienoptionsprogramm im Anhang) der Fall sein. Während eine Zuwiderhandlung bezüglich der Artikel 7.2.1 und 7.2.3 in jedem Fall bemerkt werden würde, da es sich hierbei um die Regelungen zur Unabhängigkeitserklärung sowie der Redepflicht des Abschlussprüfers handelt, kann es als eher unwahrscheinlich angesehen werden, im Rahmen der üblichen Prüfung auf sonstige Verstöße aufmerksam zu werden<sup>416</sup>.

## **4.2 Umsetzung des Kodex durch die klassischen Instrumente der Investor Relations**

Entscheidend für den Erfolg von Corporate Governance Richtlinien wird nicht nur deren Ausgestaltung sein, sondern auch deren Kommunikation. Von welcher Wichtigkeit die Schaffung von Transparenz über die Strukturen der Unternehmensleitung und -kontrolle ist, zeigt eine Analyse der DAX-100 Unternehmen aus dem März 2001 durch den Lehrstuhl von Prof. Dr. Hans-Joachim Böcking<sup>417</sup>. Die Untersuchung erfolgte in zwei Schritten, wobei zuerst in einer externen Analyse die Qualität der Unternehmensführung und -kontrolle aufgrund öffentlich zugänglicher Informationen wie Geschäftsberichte und Internetauftritte bewertet wurde. Im zweiten Schritt wurden die Unternehmen gebeten, eine Selbstevaluierung vorzunehmen. Vergleicht man die Ergebnisse der externen Analyse mit der Selbsteinschätzung durch die 26 teilnehmenden Unternehmen, zeigt sich ein höchst unbefriedigendes Ergebnis: Während die Aktiengesellschaften mit einem Wert von 76 %-Punkten im Durchschnitt aus ihrer Sicht ein sehr gutes Ergebnis erzielten, lagen die vom Lehrstuhl ermittelten DVFA-Scores für ebendiese Unternehmen um fast 50 % darunter. Insgesamt wird durch dieses Ergebnis die Annahme bestätigt, dass es für einen externen Analysten oder Investor ohne ausreichende Kommunikation der Unternehmen nicht möglich ist, deren Corporate Governance richtig zu bewerten.

---

<sup>414</sup> Vgl. Ulmer, P. [2002], S. 176f

<sup>415</sup> Vgl. Berg, S. / Stöcker, M. [2002], S. 1574

<sup>416</sup> Vgl. Gelhausen, H. F. / Hönsch, H. [2002], S. 535

<sup>417</sup> Der Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Wirtschaftsprüfung und Corporate Governance der Universität Frankfurt, untersuchte darin die DAX-100 Unternehmen. Vgl. DVFA: Transparenz der Corporate Governance in Deutschland wichtig [2001]

Der Nutzen einer proaktiven Unternehmenskommunikation besteht nicht nur im Aufbau und der Festigung des Vertrauens der Investoren in die Gesellschaft<sup>418</sup>, sondern sie bewirkt auch einen positiven externen Druck auf das Unternehmen, die unternehmenseigenen Richtlinien einzuhalten<sup>419</sup>. Besonders beachtet werden muss die internationale Komponente der Finanzkommunikation, denn vor allem ausländische Investoren werden sich für die Grundsätze der Unternehmensleitung und -kontrolle interessieren. Von Rosen vom DAI vertritt deshalb die Meinung, dass die Kommunikation der praktizierten Corporate Governance zum zentralen Punkt der Investor Relations Arbeit wird<sup>420</sup>.

Zusammen mit dem Compliance Officer sollte als interne Hilfe ein Corporate Governance Handbuch entwickelt werden, das alle notwendigen Informationen zu den unternehmensspezifischen Richtlinien enthält. Hier sind neben der Entsprechenserklärung und dem Code of Best Practice die Geschäftsordnungen von Vorstand und Aufsichtsrat, die Satzung der Gesellschaft sowie die Arbeitsverträge der Manager zu nennen – also alle Dokumente, die Angaben zur Corporate Governance enthalten bzw. Grundsätze rechtlich verankern. Mit einem solchen CG-Handbuch soll die ständige umfassende Auskunftsmöglichkeit gegenüber interessierten Analysten, institutionellen Investoren wie auch Privataktionären gewährleistet werden. Zusätzlich eignet sich dieses Sammelwerk zur internen Dokumentation – auch im Hinblick auf die Wirtschaftsprüfung.

Die Aufgabe der Investor Relations Abteilung wird es sein, die Auswirkungen des Kodex auf die zur Verfügung stehenden Instrumente zu untersuchen, sowie neue Maßnahmen, wie etwa die Entsprechenserklärung, in ihr Portfolio aufzunehmen<sup>421</sup>.

Welche Anforderungen die Umsetzung der Kodex-Leitsätze mit sich bringen, soll im Folgenden eingehend erläutert werden.

#### **4.2.1 Die „Entsprechenserklärung“ gemäß § 161 AktG**

Die Entsprechenserklärung, in der Praxis auch oft als Compliance-Erklärung bezeichnet, ist zwar einerseits das zentrale Instrument, um den Kodex zu implementieren, zur Kommunikation ist sie aber aufgrund ihrer inhaltlichen Beschränktheit nur teilweise geeignet. Obwohl die Erklärung zur Einhaltung des Kodex als erste Information über die im Unternehmen praktizierte Corporate Governance gut zu verwenden ist, bieten sich zur inhaltlich tiefergehenden Kommunikation eher ein unternehmenseigener Code of Best Practice sowie der Geschäftsbericht an.

---

<sup>418</sup> Vgl. Peltzer, M. / von Werder, A. [2001], S. 2

<sup>419</sup> Vgl. Küsters, E. A. [2002], S. 359

<sup>420</sup> Vgl. von Rosen, R. [2001b], S. B1

<sup>421</sup> Vgl. Wolfram, J. [2002]

#### 4.2.1.1 Veröffentlichung der Entsprechenserklärung

Das Transparenz- und Publizitätsgesetz regelt zwar die Abgabe der Entsprechenserklärung, jedoch existieren in der Literatur verschiedene Meinungen über den genauen Zeitpunkt. So wird der § 161 AktG teils auf das Kalenderjahr<sup>422</sup>, teils auf das Geschäftsjahr bezogen<sup>423</sup>, wobei für beide Versionen Begründungen gefunden werden können. Während für die kalenderjährliche Abgabe die Formulierung des § 161 AktG sowie § 15 der Übergangsregelung sprechen<sup>424</sup>, legt § 285 HGB (in der Fassung des TransPuG) eine geschäftsjahresbezogene Betrachtung nahe<sup>425</sup>. Bei den meisten Gesellschaften fallen Kalender- und Geschäftsjahr zusammen, bei Unternehmen mit gebrochenem Geschäftsjahr können jedoch Probleme entstehen, da ihnen unter Umständen nicht genügend Zeit zur Verfügung stand, die Voraussetzungen für die Umsetzung der Empfehlungen zu schaffen. So hatten beispielsweise börsennotierte Aktiengesellschaften, die ihr Geschäftsjahr zum 30. Juni beenden, mit großer Wahrscheinlichkeit keine Gelegenheit, diejenigen unter den Kodex-Richtlinien umzusetzen, die einem HV-Beschluss bedürfen, da die Aktionärsversammlung in aller Regel gleich zu Beginn des Kalenderjahres stattfindet und zu diesem Zeitpunkt noch keine Klarheit über die gesetzliche Implementierung des DCGK bestand. Auf den ersten Blick sind diese Aktiengesellschaften also benachteiligt, da mit einer eingeschränkten Entsprechenserklärung gerechnet werden kann, die wiederum vom Kapitalmarkt bestraft werden könnte. Realistisch betrachtet kann jedoch von der Financial Community erwartet werden, diese wie auch andere unternehmensspezifische Gesichtspunkte bei ihrem Urteil bzw. ihrer Kauf- und Verkaufsentscheidungen zu berücksichtigen.

Ein anderes Problem, für das der Gesetzgeber jedoch die Lösung gleich mitgeliefert hat, gründet im Berichtszeitraum der Entsprechenserklärung, die nicht stichtagsbezogen, wie etwa bei der Bilanz, sondern auf das abgelaufene Jahr zu beziehen ist<sup>426</sup>. Dies bedeutet, dass dem Kodex erst dann entsprochen werden kann, wenn die Empfehlungen über den gesamten Zeitraum hinweg eingehalten wurden<sup>427</sup>. Da es aber zum gegenwärtigen Zeit-

---

<sup>422</sup> Vgl. Seibert, U. [2002], S. 584

<sup>423</sup> Vgl. Pfitzer, N. et al.: Die Entsprechenserklärung nach § 161 AktG - Checkliste für Vorstände und Aufsichtsräte zur Einhaltung der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex [2002b], S. 1121f

<sup>424</sup> Bei der Formulierung des neu einzufügenden Artikels zur Entsprechenserklärung benützt das TransPuG den Begriff „jährlich“, was in der Gesetzessprache gleichbedeutend mit kalenderjährlich ist und auch die Übergangsregelung bestimmt, dass die Erklärung erstmals im Jahr 2002 abzugeben ist.

<sup>425</sup> Laut dem Inhalt ist die Erklärung über die Abgabe und Zugänglichmachung der Entsprechenserklärung im Jahresabschluss zu veröffentlichen.

<sup>426</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 252

<sup>427</sup> Vgl. Pfitzer, N. et al. [2002b], S. 1121f

punkt höchstens einer kleinen Minderheit der Unternehmen möglich sein wird, für das vergangene Jahr Rechenschaft abzulegen<sup>428</sup>, ergeben sich hieraus Schwierigkeiten.

Zur Behebung dieser Problematik wurde eine Übergangsregelung geschaffen, die es den Unternehmen für das laufende Geschäftsjahr ausnahmsweise erlaubt, ihre Erklärung auf die Zukunft zu beschränken, ohne über die Vergangenheit zu berichten. Der Art. 3 Abs. 2 Ziff. 3 TransPuG ändert das Einführungsgesetzes zum Aktiengesetz (EGAktG) dahingehend, die Erfüllung der Pflicht zur Abgabe einer Entsprechenserklärung laut § 15 AktG bei der erstmaligen Anwendung im Jahr 2002 darauf zu beschränken, dass dem Kodex „entsprochen wird oder welche Empfehlungen nicht angewendet werden“<sup>429</sup>.

Anzuwenden ist der Kodex also schon in diesem Jahr, denn die erste Compliance-Erklärung muss mit Inkrafttreten des TransPuG am 26. Juli 2002 spätestens bis zum 31. Dezember 2002 erfolgen. Ebenso gilt die nach dem § 285 HGB (in der Fassung des TransPuG) für den Anhang zum Jahresabschluss vorgeschriebene Erklärung, dass die Abgabe der Entsprechenserklärung laut § 161 AktG erfolgt ist und den Aktionären zugänglich gemacht wurde, bereits für das nach dem 31. Dezember 2001 beginnenden Geschäftsjahr.

Diese im Folgenden als Abgabe-Erklärung bezeichnete Pflicht garantiert einen Verweis auf die Veröffentlichung der Entsprechenserklärung im Geschäftsbericht und gilt laut § 314 Abs. 1 Nr. 8 HGB (in der Fassung des TransPuG) auch für solche Unternehmen, die in den Konzernabschluss einbezogen sind. Zu beachten ist hierbei, dass Aktiengesellschaften, deren Geschäftsjahr im laufenden Kalenderjahr 2002 endet, diese Abgabe-Erklärung nur dann im Anhang bekannt machen müssen, wenn der Jahresabschluss erst nach Inkrafttreten des TransPuG aufgestellt wird. Zumal die Abgabe-Erklärung nicht stichtagsbezogen ist, kann diese auch dann veröffentlicht werden, wenn die Compliance noch gar nicht erfolgt ist, aber in der Aufhellungsphase des Abschlusses noch hiermit zu rechnen ist<sup>430</sup>.

Auf die Frage, wer für die Abgabe der Entsprechenserklärung verantwortlich ist, muss die Antwort lauten: Vorstand und Aufsichtsrat. Sie haben als Gesamtorgan über die Compliance zu entscheiden<sup>431</sup>, wobei im Innenverhältnis beide Organe für sich getrennt

---

<sup>428</sup> Da der Deutsche Corporate Governance Kodex erst im Februar 2002 öffentlich vorgestellt wurde, hätte es keiner Aktiengesellschaft gelingen können, die Empfehlungen für das gesamte Jahr 2002 einzuhalten. Als einzige Möglichkeit ist denkbar, dass Unternehmen mit besonders hohen Standards zur Unternehmensführung und -kontrolle bereits alle Vorgaben erfüllen. Dies kann jedoch als recht unrealistisch angesehen werden, zumal selbst die Befolgung umfangreicher Regeln nicht garantiert, dass genau die von der Cromme-Kommission definierten dazugehören.

<sup>429</sup> Vgl. TransPuG [2002]

<sup>430</sup> Als Zeitraum wird hier Oktober bis Dezember 2002 genannt. Vgl. Gelhausen, H. F. / Hönsch, H. [2002], S. 533

<sup>431</sup> Vgl. Gesetzesentwurf TransPuG [2002], Begründung zu Nr. 16 (§ 161 AktG)

überprüfen sollten, in welchem Umfang die Erklärung abgegeben werden soll. Interessant ist hierbei, dass der Aufsichtsrat zwar vom Management nicht zur Einhaltung des Kodex gezwungen werden kann, dies im umgekehrten Fall durch entsprechende Festlegungen in der Geschäftsordnung oder den Dienstverträgen der Vorstände jedoch sehr wohl möglich ist<sup>432</sup>.

Die Entsprechenserklärung soll laut TransPuG-Begründung den Aktionären dauerhaft zugänglich gemacht werden<sup>433</sup> und in einem gesonderten Bericht erfolgen<sup>434</sup>. Da § 161 AktG hierzu jedoch keine Angaben macht, ist auch eine Veröffentlichung im Lagebericht oder im Bericht des Aufsichtsrats denkbar<sup>435</sup>. Mit der Änderung durch das TransPuG wurde die Erklärung in den Kreis der nach § 325 HGB offenlegungspflichtigen Unterlagen aufgenommen. Die Compliance muss also an den Bundesanzeiger<sup>436</sup> und an das Handelsregister<sup>437</sup> eingereicht werden.

Zu betonen ist zuletzt noch die Widerrufbarkeit der Entsprechenserklärung, die durch das Unternehmen jederzeit vorgenommen kann. Falls hierdurch allerdings der Tatbestand einer kursrelevanten Neuigkeit erfüllt ist, muss die Tatsache als ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht werden<sup>438</sup>.

#### 4.2.1.2 Inhalt der Entsprechenserklärung

Grundsätzlich stehen vier Varianten der Entsprechenserklärung zur Wahl, die nachstehend kurz erläutert werden sollen. Mit dem *Übernahmmodell* werden alle Empfehlungen angenommen, während das *Ablehnungsmodell* für die Nicht-Anerkennung des gesamten Kodex steht<sup>439</sup>. Die Annahme des Cromme-Regelwerks mit Ausnahmen von bestimmten Empfehlungen wird *Selektionslösung* genannt. Hierbei ist zu beachten, dass die Abweichungen zwar im Detail zu nennen, jedoch nicht zu begründen sind. Der Gesetzgeber geht allerdings davon aus, dass eine Erläuterung freiwillig erfolgen wird<sup>440</sup>, zumal sowohl substituierende Schutzmaßnahmen als auch Unternehmens- und Bran-

---

<sup>432</sup> Vgl. Pfitzer, N. et al. [2002b], S. 1121

<sup>433</sup> Hierunter versteht die Begründung zum Regierungsentwurf ausdrücklich die Veröffentlichung auf der unternehmenseigenen Internetseite.

<sup>434</sup> Vgl. Gesetzesentwurf TransPuG [2002], Begründung zu Nr. 16 (§ 161 AktG)

<sup>435</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 251

<sup>436</sup> Da börsennotierte Aktiengesellschaften gemäß § 267 Abs. 3 Satz 2 HGB gleichzeitig immer große Kapitalgesellschaften sind, greift hier § 325 Abs. 1 Satz 2 HGB. Zu beachten ist in diesem Kontext auch, dass ab dem 1. Januar 2003 die elektronische Version gemeint ist, wenn das Aktiengesetz vom Bundesanzeiger spricht. Dieser ist bereits seit August diesen Jahres unter der Internetadresse <http://www.ebundesanzeiger.de> abrufbar.

<sup>437</sup> Gemäß § 325 Abs. 1 Satz 2 HGB.

<sup>438</sup> Vgl. Gesetzesentwurf TransPuG [2002], Begründung zu Nr. 16 (§ 161 AktG)

<sup>439</sup> Wegen der hohen Relevanz von Grundsätzen zur Unternehmensleitung und -überwachung in der Öffentlichkeit sowie an den Finanzmärkten ist jedoch davon auszugehen, dass nur sehr wenige, wenn nicht gar keines der börsennotierten Unternehmen von dieser Option Gebrauch macht.

<sup>440</sup> Vgl. Gesetzesentwurf TransPuG [2002], Begründung zu Nr. 16 (§ 161 AktG)

chenspezifika zur korrekten Darstellung des Gesamtbildes der Corporate Governance eines Unternehmen nötig sind<sup>441</sup>. Als letzte Möglichkeit steht börsennotierten Aktiengesellschaften die *Alternativlösung* zur Verfügung, die im Fall bereits bestehender unternehmensspezifischer Corporate Governance Richtlinien Anwendung finden kann<sup>442</sup>. Der Vorteil einer solchen Lösung besteht im positiven Signal an den Kapitalmarkt, denn eigene Grundsätze beweisen, dass sich die Unternehmensführung eingehend mit Corporate Governance beschäftigt hat<sup>443</sup>. Es sollte jedoch ausdrücklich erklärt werden, in welchen Punkten sich der Code of Best Practice vom Kodex der Regierungskommission unterscheidet.

Zum Inhalt der Entsprechenserklärung gibt die Begründung zum Regierungsentwurf des TransPuG folgenden Vorschlag für den Wortlaut einer Compliance gemäß dem Übernahmemodell: „Den Verhaltensempfehlungen der von der Bundesregierung eingesetzten Kodex-Kommission zur Unternehmensleitung und -überwachung wurde im Berichtsjahr entsprochen und soll auch künftig entsprochen werden.“<sup>444</sup> Die Erklärung enthält also in jedem Fall eine vergangenheits- sowie eine gegenwartsbezogene Komponente. Die Zukunftsbezogenheit („ex ante Erklärung“) der nach § 161 AktG verlangten Compliance ist allerdings interpretationsfähig, da „entsprochen wurde und wird“ nicht unbedingt aussagt, dass der mit „wird“ umschriebene Teil in der Zukunft liegt<sup>445</sup>. Erst durch die dauerhafte Veröffentlichung im Internet wird die Erklärung zur sich stets repetierenden Dauererklärung<sup>446</sup>.

Zu beachten ist weiterhin, dass nicht jede geringfügige Verfehlung im Einzelfall, sondern nur „ins Gewicht fallende Abweichungen“<sup>447</sup> angegeben werden müssen, was allerdings eine recht subjektive Bewertung durch die Unternehmen zulässt. Seibt gibt deshalb Hilfestellung zur Eingrenzung des Begriffs, indem er die Wesentlichkeit aus der Sicht eines objektiven, durchschnittlichen Kapitalanlegers bewertet wissen will. Zudem definiert er alles, was in der Satzung, den Geschäftsordnungen von Vorstand und Aufsichtsrat sowie den Anstellungsverträgen der Manager festgeschrieben ist, als wesentlich<sup>448</sup>.

---

<sup>441</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 252

<sup>442</sup> Vgl. Pfitzer, N. et al. [2002b], S. 1120

<sup>443</sup> Vgl. von Werder, A. [2002], S. 810

<sup>444</sup> Gesetzesentwurf TransPuG [2002], Begründung zu Nr. 16 (§ 161 AktG)

<sup>445</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 251

<sup>446</sup> Vgl. Seibert, U. [2002], S. 583

<sup>447</sup> Vgl. Gesetzesentwurf TransPuG, Begründung zu Nr. 16 (§ 161 AktG)

<sup>448</sup> Vgl. Seibt, C. H. [2002], S. 252

## 4.2.2 Unternehmensspezifischer Code of Best Practice

Die Entsprechenserklärung mit der Akzeptanz der Kodex-Leitsätze vermittelt zwar eine positive Botschaft an die Öffentlichkeit, ein unternehmensspezifischer Code of Best Practice verdeutlicht jedoch den hohen Stellenwert, den Corporate Governance im Unternehmen einnimmt. Zusätzlich fördert er die Identifikation von Vorstand und Aufsichtsrat, aber auch der übrigen Mitarbeiter, mit den Leitsätzen zur Unternehmensführung und –überwachung<sup>449</sup>, während die Übernahme bestehender Richtlinien unter Umständen als aufgezwungen empfunden werden kann. Wie die im Rahmen dieser Arbeit durchgeführte Untersuchung gezeigt hat, haben dies viele Unternehmen begriffen und ihre Konsequenzen daraus gezogen. So ergab die eMail-Befragung aus dem August diesen Jahres, dass 62 % der Teilnehmer über ein eigenes Regelwerk zur Unternehmensleitung und -kontrolle verfügen<sup>450</sup>.

### 4.2.2.1 Gestaltung eines Code of Best Practice

Ausgehend von der Annahme, dass sich die Unternehmensführung bei der Entscheidung zur Akzeptanz des Kodex bereits eingehend mit der intern praktizierten Governance beschäftigt hat, ist ein Code of Best Practice schnell formuliert. Auch bedarf die Gestaltung dieses Instruments keines großen Budgets, denn in der einfachsten Form ist ein Textdokument<sup>451</sup> durchaus ausreichend. Graphisch können CG-Richtlinien durch die Verwendung des unternehmenseigenen Corporate Designs aufgewertet werden, was die Identifikation mit dem Unternehmen fördert.

Das Dokument sollte auf jeden Fall im Internet, bei der Hauptversammlung und auf Anfrage bei der Investor Relations Abteilung erhältlich sein. Auch bei anderen Veranstaltungen wie Aktionärsversammlungen, Road Shows und Analystenkonferenzen bietet sich die Auslage des Code of Best Practice an. Unternehmen mit einer hohen Präsenz am internationalen Kapitalmarkt sollten darauf achten, ihre Richtlinien auch in englischer Sprache bereitzustellen.

Neben dem positiven Faktor der Existenz eines unternehmensspezifischen Regelwerks ist dessen Inhalt entscheidend über den Nutzen dieses Instruments. Bei einer Analyse einiger im Internet verfügbarer Codes of Best Practice fiel auf, dass die meisten der Veröffentlichungen bereits aus dem Jahr 2001 stammen, wobei Aufbau, Inhalt und Formulierung zumeist eine starke Anlehnung an die Frankfurter Grundsätze zur Corporate Governance aufweisen. Dies kann durchaus positiv für die veröffentlichenden

---

<sup>449</sup> Vgl. Hütten, C.: Unternehmenseigener Corporate-Governance-Kodex – Zulässigkeit und Sinnhaftigkeit in Zeiten von TransPuG und Deutschem Kodex [2002], S. 1742

<sup>450</sup> Vgl. Kapitel 3.4.5

<sup>451</sup> Hier ist die Verwendung eines pdf-Dokuments zu empfehlen, da sich dieses als Download-Format bewährt und deshalb auch durchgesetzt hat.

Unternehmen sein, da der Frankfurter Code sehr viele Parallelen zum Kodex aufweist<sup>452</sup> und eine Anpassung an diesen somit keine grundlegenden Veränderungen erfordert.

Bei der Gestaltung eines eigenen Regelwerks sollten wesentliche Elemente einer jeden Veröffentlichung wie Titelblatt, Inhaltsverzeichnis, Angaben zu Veröffentlichungsort und –datum auf keinen Fall fehlen<sup>453</sup>. Zu empfehlen ist ein Hinweis auf das Inkrafttreten der Regeln, etwa durch einen kurzen Vermerk, der beispielsweise lauten könnte: „Die folgenden Grundsätze wurden am [Datum] von Vorstand und Aufsichtsrat gemeinsam beschlossen“.

Bevor die einzelnen Leitsätze dargestellt werden, sollte erläutert werden, worum es sich bei Corporate Governance generell handelt. In diesem Kontext sollte auch auf den im Unternehmen zugewiesenen Stellenwert der Thematik verwiesen werden, was einige Veröffentlichungen unter der Überschrift „Corporate Governance als Teil des Selbstverständnisses“<sup>454</sup> vornehmen. Hier bietet es sich durchaus an, zur Vervollständigung des Gesamtbilds auch die übrigen Unternehmensleitsätze und –ziele zu erläutern<sup>455</sup>.

Zusätzlich sollten einige Worte zum Nutzen der unternehmenseigenen Richtlinien sowie deren Verbindlichkeit für zumindest Vorstand und Aufsichtsrat<sup>456</sup> verloren werden. Auch die Zuweisung der Verantwortung für die Überprüfung, Weiterentwicklung und Kontrolle der internen Grundsätze sollte gleich zu Beginn erläutert werden. Egal, ob diese Pflicht dem Vorstand alleine, einem Ausschuss des Aufsichtsrats oder einem CG-Beauftragten zugeteilt ist, sollten die internen Prozesse kurz dargestellt werden.

Um dem Leser die Möglichkeit zur richtigen Einordnung der Leitsätze zu geben, sollte ein Hinweis auf das zugrunde gelegte Regelwerk erfolgen, zumal dieses nicht in jedem Fall der offizielle Deutsche Corporate Governance Kodex sein muss. Egal, welches Regelwerk als Basis verwendet wird, bietet sich sowohl der Abdruck der Entsprechenser-

---

<sup>452</sup> Vgl. Kapitel 3.4.3

<sup>453</sup> Dass diese einfachen Grundsätze in der Praxis nicht immer eingehalten werden, zeigen die Grundsätze der Loewe AG, die weder Datum noch Ort der Veröffentlichung angeben. Auch die DIS AG verzichtet in ihrer Veröffentlichung auf diese wesentlichen Angaben, bei ihr fehlen zudem die Seitenzahlen. Vgl. Loewe AG: Corporate Governance-Grundsätze der Loewe AG [2002]; DIS AG: Corporate Governance („Code of Best Practice“) [2002]

<sup>454</sup> Diesen Ausdruck verwendet sowohl die Fuchs Petrolub AG als auch die BHW Holding AG und die Deutsche Bank AG. Vgl. Fuchs Petrolub AG: Corporate-Governance-Kodex – Erstausgabe 2002/2003 [2002]; BHW Holding AG: Corporate Governance Grundsätze [2001]; Deutsche Bank AG: Corporate Governance Grundsätze [2001]

<sup>455</sup> Die Grundsätze der Douglas Holding AG liefern hier ein gutes Beispiel. Vgl. Douglas Holding AG: Corporate Governance-Grundsätze der Douglas Holding AG [2001]

<sup>456</sup> Ein positives Beispiel stellt hier der Corporate-Governance-Kodex der Fuchs Petrolub AG dar, der seine Grundsätze für alle Organe sowie alle Mitarbeiter des Konzerns verbindlich formuliert hat. Vgl. Fuchs Petrolub AG [2002]

klärung<sup>457</sup> wie auch die Erläuterung etwaiger Abweichungen vom Cromme-Kodex an<sup>458</sup>. Für die verbindlichen Empfehlungen ist eine solche dringend zu empfehlen, während bei den übrigen freiwilligen Anregungen aufgrund einer besseren Übersichtlichkeit und der notwendigen Kürze der unternehmensspezifischen Grundsätze hierauf verzichtet werden kann.

#### 4.2.2.2 Inhalt eines Code of Best Practice

Im Hauptteil sollten alle akzeptierten Regeln des zugrunde liegenden Regelwerkes genannt und, falls nötig, näher erläutert werden. Dabei ist darauf zu achten, die Texte in einer leicht verständlichen Sprache zu halten und nicht mit Paragraphen-Angaben zu überfrachten. Wichtig ist dabei auch, sich nicht auf das Abschreiben der einzelnen Leitsätze zu beschränken, sondern mit dem Einbringen eigener Grundsätze eine individuelle Note zu setzen<sup>459</sup>. Wird dies versäumt, stellt sich der Nutzen eines Code of Best Practice in Frage, da ein einfaches Statement zur Akzeptanz eines offiziellen Regelwerks genügen würde. Noch schwerer wiegt die zu erwartende Enttäuschung des Lesers, der sich von der Lektüre eines unternehmenseigenen Regelwerks berechtigterweise Zusatzinformationen versprochen hat, die über die allgemeingültigen Leitsätze des Kodex hinausgehen.

Es ist den Aktiengesellschaften also anzuraten, nicht nur inhaltlich eigene Grundsätze einzubringen, sondern auch durch die Formulierung sowie die graphische Gestaltung auf die Individualität der Richtlinien hinzuweisen. Dies ist durch die wiederholte Verwendung des Namens der Firma anstatt des unpersönlichen Ausdrucks „das Unternehmen“ und der Verwendung des Logos ganz leicht zu bewerkstelligen.

Die folgende Aufzählung soll Ansatzpunkte aufzeigen, wo ein unternehmensspezifischer Code of Best Practice einen Mehrwert gegenüber der einfachen Entsprechenserklärung schaffen kann. Die Hinweise beziehen sich auf den Inhalt des DCGK, wobei nicht auf alle Leitsätze eingegangen werden soll, sondern lediglich diese erläutert werden, für die in einem Code of Best Practice nähere Angaben ratsam scheinen. Zuerst wird auf die Regelungen zur Transparenz und den Aktionärsrechten eingegangen (vgl.

---

<sup>457</sup> Dies wird sich nur dann als sinnvoll erweisen, wenn der Code of Best Practice jährlich neu aufgelegt werden soll, da damit zu rechnen ist, dass sich die Entsprechenserklärung nicht nur im Hinblick auf die zu erwartenden Ergänzungen durch die Cromme-Kommission sondern auch durch unternehmensinterne Entwicklungen ändern wird.

<sup>458</sup> Vgl. Sommer, H. K. (Hrsg.): Corporate Governance bei Aktiengesellschaften [2002a], S. 14

<sup>459</sup> Als negatives Beispiel sind hier die Grundsätze der AIXTRON AG zu nennen, in denen das Gefühl erweckt wird, als sei der Frankfurter Code of Best Practice unreflektiert abgeschrieben worden, denn Angaben zu spezifischen Richtlinien des Unternehmen werden nicht gemacht. Noch negativer sticht die mit dem Text der Frankfurter Richtlinien identische Formulierung bezüglich der Ausschüsse in den Grundsätzen der AT&S AG ins Auge. Hier wird davon gesprochen, welche Ausschüsse „denkbar“ sind, Angaben zum Status Quo im Unternehmen jedoch fehlen. Vgl. AIXTRON AG: AIXTRON's Corporate Governance Grundsätze [2000]; AT&S AG: Corporate Governance-Grundsätze der AT&S AG [2001a]

unter a), anschließend werden die Leitsätze zu Vorstand und Aufsichtsrat erörtert (vgl. unter b).

a) Beginnend soll hier auf den Artikel zur Handhabung von *Übernahmeangeboten* (Art. 3.7) eingegangen werden, der in einem unternehmensspezifischen Regelwerk am sinnvollsten den Leitsätzen zu den Aktionärsrechten oder zur Transparenz zuzuordnen wäre. Hierbei verlangt der Kodex zwar eine begründete Stellungnahme der Unternehmensführung zum eingegangenen Angebot, macht aber keine nähere Angaben, wo diese zu veröffentlichen ist. Die Aufgabe der unternehmenseigenen Corporate Governance Grundsätze sollte es deshalb sein, im voraus schon genau zu definieren, wo im Fall eine Übernahmeangebots die Erklärung hierzu veröffentlicht wird<sup>460</sup>. Dasselbe gilt für die in „angezeigten Fällen“ einzuberufende *außerordentliche Hauptversammlung*. Hier ist neben einer genaueren Definition von angezeigten Fällen auch die vorherige Bekanntgabe des vorgesehenen Ablaufs in einem solchen Fall ratsam. Der Code of Best Practice sollte also angeben, auf welchem Weg die Aktionäre über Zeitpunkt, Ort und Tagespunkte sowie eine eventuelle elektronische Übertragung der außerordentlichen Hauptversammlung informiert werden. Ähnliches gilt für Artikel 2.3.1, der die Einberufungsmöglichkeit der Hauptversammlung durch Aktionärsminderheiten eröffnet. Um den Aussagegehalt der Kodex-Passage zu erhöhen, sollte angegeben werden, wie eine solche Minderheit vom Unternehmen definiert wird<sup>461</sup>.

Nach genauerer Definition der Veröffentlichungsart verlangen auch die Leitsätze zur Bekanntmachung von *Veränderungen bei Stimmrechtsanteilen* (Art. 6.2)<sup>462</sup>, sowie zur *Gleichbehandlung der Aktionäre* (Art. 6.3)<sup>463</sup>. Prinzipiell fällt auch der Artikel 6.6 zur Bekanntmachung von Directors' Dealings hierunter. Da der Kodex in diesem speziellen Fall jedoch bereits vom Vierten Finanzmarktförderungsgesetz überholt wurde, ist eine Angabe hierzu zwar ein Nice-to-have, aber nicht unbedingt notwendig, da die Veröffentlichung im Internet sowieso gesetzlich vorgeschrieben ist.

In Bezug auf die Transparenz geht die Douglas Holding AG mit gutem Beispiel voran, denn sie geht über bestehende offizielle Richtlinien hinaus, indem sie in ihren Grundsätzen zusätzlich festlegt, dass Vorstandsmitglieder und IR-Manager regelmäßig

---

<sup>460</sup> Am empfehlenswertesten scheint die Veröffentlichung auf der Homepage des Unternehmen, da hierdurch der Zugang für alle Aktionäre gewährleistet ist. In einem solchen Fall sollte der Code of Best Practice jedoch unbedingt angeben, auf welcher Seite (Startseite, Aktuelles,...) die Veröffentlichung erfolgen wird. Zusätzlich sollte eine Pressemitteilung herausgegeben werden, entweder mit der vollständigen Stellungnahme oder mit einem Verweis auf die Internetseite. Falls eine ausreichende Kursrelevanz besteht, sollte auch die Bekanntmachung über eine ad-hoc-Mitteilung gewählt werden.

<sup>461</sup> Vgl. Hütten, C. [2002], S. 1741f

<sup>462</sup> Für beide Angaben denkbar ist ein Hinweis auf die genaue Platzierung solcher Informationen auf der IR-Homepage, da diese bei zahlreichen Unternehmen recht umfangreich und wenig übersichtlich gestaltet ist. Eine Zuordnung zur Rubrik „Aktie“ scheint hier sinnvoll.

<sup>463</sup> Ein Hinweis auf die zeitnahe Veröffentlichung von für Analystenkonferenzen oder Road Shows verwendeten Präsentation u.ä. würde hier sicherlich positiv bewertet.

Gespräche mit Analysten führen. Zudem wird bestimmt, dass im Geschäftsbericht auf wesentliche Abweichungen von Ertrags- und Strategieprognosen eingegangen wird<sup>464</sup>.

b) Einige der Leitsätze zum Aufsichtsrat erhalten erst durch weitergehende Regelungen wirkliche Substanz. So ist die in Artikel 5.1.2 und Artikel 5.4.1 vorgeschriebene Pflicht zur Festlegung einer *Altersgrenze* für Vorstände und Aufsichtsräte ohne Aussagekraft, sollte der Code of Best Practice nicht eine solche Grenze ausdrücklich definieren. Ähnliches gilt für die übrigen Forderungen des Artikel 5.4.1 nach ausreichender *Eignung der Aufsichtsratsmitglieder*. Ohne eine genauere Eingrenzung der nötigen Kenntnisse, Fähigkeiten und Erfahrungen verkommt dieser Absatz zu einer nichts sagenden Floskel.

Bezüglich der in Artikel 5.3.3 angeregten *Ausschüsse* kommt den unternehmensspezifischen Richtlinien die Aufgabe zu, die bestehenden Gremien nicht nur zu nennen, sondern auch deren Arbeitsweise und Inhalte zu erläutern<sup>465</sup>.

In Bezug auf die Handhabung von *Interessenkonflikten* können die Forderungen des Artikels 5.5.3 näher definiert werden, indem konkrete Beispiele oder generelle Rahmenbedingungen genannt werden, die zu einer Beendigung des Mandats führen.

Das Thema der *Effizienzprüfung* verlangt geradezu nach einer Erläuterung, wie diese vonstatten gehen soll, da sich Artikel 5.6 hierzu nicht im Detail äußert. Hier sollte nicht nur der Prozess der internen Revision erklärt werden, sondern auch ein Hinweis darauf erfolgen, in welchem Umfang und in welcher Form die Ergebnisse der Öffentlichkeit bekannt gegeben werden.

Auch zur *Vergütung* von Vorstand (Art. 4.2.3) und Aufsichtsrat (Art. 5.4.5) sind nähere Erläuterungen denkbar. Gemeint sich hier nicht absolute Angaben, sondern generelle Rahmenbedingungen wie das Gewicht eines Ausschussvorsitzes oder die genauere Definition langfristiger Komponenten. Zwar sind nähere Informationen zu Aktienoptionsprogrammen in Artikel 7.1.3 für den Konzernabschluss vorgesehen, dies soll jedoch nicht bedeuten, dass Angaben etwa zur Indexierung oder zu Zeitfenstern nicht auch für den Code of Best Practice Sinn machen.

### 4.2.3 Geschäftsbericht und andere Printmedien

Der Geschäftsbericht als wichtigstes Printmedium in der Finanzkommunikation sollte nicht nur aufgrund der Kodex-Empfehlung in Artikel 3.10 zur Veröffentlichung von Informationen über die Corporate Governance des Unternehmens genutzt werden, son-

---

<sup>464</sup> Vgl. Douglas Holding AG [2001]

<sup>465</sup> Ein gutes Beispiel hierfür liefern die Corporate Governance Grundsätze der Deutschen Bank AG. Vgl. Deutsche Bank AG [2001], S. 12

dem auch wegen seiner Relevanz für alle Zielgruppen der Investor Relations<sup>466</sup>. Im ersten Teil dieser Ausführungen soll deshalb auf die allgemeine Einbindung des Themas im Vorwort sowie als eigenes Kapitel eingegangen werden (vgl. unter a), während im zweiten Teil die Relevanz einzelner Artikel des Kodex für den Geschäftsbericht untersucht wird (vgl. unter b). Abschließend werden einige Vorschläge zur Kommunikation der Corporate Governance durch die übrige Medien wie beispielsweise Pressemitteilungen gemacht (vgl. unter c).

a) Wie oben erläutert, nimmt der Geschäftsbericht einen hohen Stellenwert im Vergleich mit anderen Medien ein und ist somit bestens geeignet zur Kommunikation der im betreffenden Unternehmen praktizierten Unternehmensleitung und -überwachung. Aus diesem Grund sollte dem vom Kodex geforderten Bericht ausreichend Platz eingeräumt werden, wobei es von einer gewissen Bedeutung ist, ob bereits ein eigener Code of Best Practice existiert, auf den verwiesen werden kann. In einem solchen Fall würde prinzipiell eine recht kurze Passage ausreichen, in der die Entsprechenserklärung wiedergegeben sowie etwaige Abweichungen vom Kodex erläutert werden sollten<sup>467</sup>.

Um den Geschäftsbericht als einen vollständigen Spiegel des abgelaufenen Geschäftsjahrs sowie der Zukunftserwartungen gestalten zu können, ist jedoch die Aufnahme eines umfassenderen Berichts ratsam<sup>468</sup>. Neben einem Hinweis auf die Bedeutung von Corporate Governance bereits im Vorwort des Vorstands und/oder dem Bericht des Aufsichtsrats<sup>469</sup>, sollte eine eigene Rubrik für dieses wichtige und öffentlichkeitswirksame Thema geschaffen werden<sup>470</sup>. Am sinnvollsten scheint es, diese den Angaben zur

---

<sup>466</sup> Der Investor Relations-Monitor 2002 identifiziert den Geschäftsbericht als das Medium, dem seitens der Finanzanalysten und institutionellen Investoren sowie der Fachjournalisten am meisten Aufmerksamkeit entgegengebracht wird. Zugleich messen ihm die Vertreter von Schutzvereinigungen die höchste Bedeutung als Informationsmittel für Privatanleger bei. Vgl. Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH und GWP media-marketing [2002], S. 26, S. 32

<sup>467</sup> Diese Variante stellt laut der Formulierung des Kodex-Artikels 3.10 die Pflicht-Lösung dar, die aber mit einem Trick umgangen werden könnte. Es wäre ein leichtes für das Unternehmen, den Kodex zwar anzuerkennen, jedoch den Artikel 3.10 hiervon auszunehmen, wodurch der Gesellschaft die geforderten Angaben im Geschäftsbericht erspart bliebe. In der Praxis würde sich ein solches Verfahren aber negativ auf die öffentliche Wirkung niederschlagen, weshalb nicht damit zu rechnen ist, dass diese Umgehung angewendet wird.

<sup>468</sup> Im Gegensatz zur eben beschriebenen Minimallösung könnte dieser umfangreichere Bericht als Kür bezeichnet werden.

<sup>469</sup> Der Geschäftsbericht 2001 der Münchener Rück AG gibt in diesem Kontext ein vorbildliches Beispiel ab, denn hier enthält der Bericht des Aufsichtsrats eine eigene Unterrubrik zum Thema Corporate Governance, in dem der Kodex der Cromme-Kommission begrüßt und Angaben zum Umsetzungsstand im Unternehmen gemacht werden. Vgl. Münchener Rück AG: Geschäftsbericht 2001 [2001], S. 6

<sup>470</sup> So praktiziert unter anderem von der AT&S AG, die der Unternehmensleitung und -überwachung ein eigenes Kapitel widmet, in dem nicht nur eine allgemeine Erläuterung des Begriffs sowie die Downloadmöglichkeit im Internet nachzulesen ist, sondern auch die Grundzüge der spezifischen CG-Richtlinien und deren organisatorische Umsetzung erläutert werden. Vgl. AT&S AG: Geschäftsbericht 2000/2001 [2001b], S. 15

Investor Relations bzw. der Aktienentwicklung<sup>471</sup> oder dem Unternehmensprofil anzugliedern. Inhaltlich sollte neben den oben genannten Angaben auch auf den Stellenwert der Corporate Governance sowie der organisatorischen Einbettung und Kontrolle der Grundsätze eingegangen werden. Zusätzlich zur quasi-vorgeschriebenen Offenlegung von Empfehlungsabweichungen können hier Begründungen zur Annahme oder Ablehnung von Anregungen gegeben werden. Vor allem im Hinblick auf die begrenzte Umsetzbarkeit aller Leitsätze zum Ende dieses Jahres ist ein Hinweis auf in der Zukunft geplante Erweiterungen der Entsprechenserklärung anzuraten<sup>472</sup>.

b) Im Folgenden werden die Leitsätze des Kodex beleuchtet, die bei der Gestaltung des Geschäftsberichts berücksichtigt werden können bzw. müssen. Die Reihenfolge richtet sich dabei nach der oft anzutreffenden Gliederung in der Praxis, wobei darauf hingewiesen werden soll, dass der hier recht weit hinten eingeordnete Bericht des Aufsichtsrats durchaus direkt an das Vorwort des Vorstands angeschlossen werden kann, wodurch die Bedeutung des Kontrollorgans betont wird<sup>473</sup>.

Zur Steigerung der Transparenz über die Unternehmensleitung und -kontrolle könnte die Umsetzung diverser *Leitsätze zum Geschäftsführungsorgan* kommuniziert werden. Platziert werden könnten diese Aussagen unter der Rubrik „Vorstand“, die zumeist nur eine kurze Vorstellung der Mitglieder enthält. Falls eine eigene Rubrik unter der Überschrift „Corporate Governance“ vorhanden ist, kann diese alle folgenden Elemente zentral in einem Kapitel darstellen. Zu den relevanten Themen für das Management gehört beispielsweise die Angabe der vom Aufsichtsrat festzulegenden Altergrenze für Vorstandsmitglieder (Art. 5.1.2), wie auch ein Hinweis auf die Existenz einer Geschäftsordnung (Art. 4.2.1), gegebenenfalls inklusive eines Verweises auf deren Verfügbarkeit im Internet. Zu Finanzthemen wie dem empfohlenen Selbstbehalt bei der D&O-Versicherung können ebenso Informationen geliefert werden wie zur Vergütung<sup>474</sup>.

Auf *Grundsätze zur Transparenz* kann im Kapitel zur Investor Relations Arbeit hingewiesen werden, hierzu gehört vor allem die in Artikel 6.3 und 6.5 geforderte Fair Dis-

---

<sup>471</sup> Der Maschinenbauer Gildemeister etwa platziert die Informationen unter der Rubrik „Gildemeister-Aktie“. Vgl. Gildemeister AG: Geschäftsbericht 2001 [2001], S. 62

<sup>472</sup> Da die große Mehrheit der Unternehmen nach Inkrafttreten des TransPuG Ende Juli noch nicht die Möglichkeiten für weitgehende Satzungsänderungen hatte, ist mit einer erheblichen Ausweitung der Entsprechenserklärung zum Ende des nächsten Jahres zu rechnen.

<sup>473</sup> Praktiziert wird dies unter anderem von der W.E.T. AG. Vgl. W.E.T. Automotive Systems AG: Geschäftsbericht 2001/2002 [2002], S. 6

<sup>474</sup> Zu den im Kodex-Artikel 4.2.3 verlangten Bestandteilen sowie der Zusammensetzung der Zahlungen können hier freiwillige Angaben gemacht werden, während die Offenlegung zumindest der Gesamtvergütung im Anhang des Konzernabschlusses verbindlich empfohlen wird. Dasselbe gilt für Aktienoptionsprogramme, die laut Art. 7.1.3 einer Veröffentlichung im Anhang bedürfen.

closure wie auch der Hinweis auf die Veröffentlichung eines Finanzkalenders mit ausreichendem Vorlauf (Art. 6.7)<sup>475</sup>.

Zum *Zahlenteil* enthält der Kodex einige verbindliche Empfehlungen, die bereits bei der Aufstellung des Jahresabschlusses berücksichtigt werden müssen. Hiermit ist vor allem die Aufstellung nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen sowie nach HGB (Art. 7.1.1) wie auch die Veröffentlichung des Geschäftsberichts binnen 90 Tagen nach Ende des Berichtszeitraums (Art. 7.1.2) gemeint.

Der *Anhang zum Konzernabschluss* kann neben den bereits oben erwähnten Angaben zu den Vorstands- und Aufsichtsratsgehältern<sup>476</sup> auch Angaben über den Aktienbesitz von einzelnen Mitglieder sowie des Gesamtorgans enthalten (Art. 6.6). Als Neuerung empfiehlt der Kodex in Artikel 7.1.4 eine Liste von Drittunternehmen einschließlich Namen und Sitz der Gesellschaft, Höhe des Anteils, Höhe des Eigenkapitals und Ergebnis des letzten Geschäftsjahres. Auch Artikel 7.1.5 stellt mit seiner Empfehlung zur Erläuterung der Beziehung zu als nahe stehende Personen zu qualifizierenden Aktionären ein Novum im Anhang dar. Im Gegensatz zu den beschriebenen Kodex-Artikeln bedeutet die in § 285 HGB vorgeschriebene Abgabe-Erklärung ein gesetzliches Muss.

In den *Bericht des Aufsichtsrats* können zu den bisherigen Inhalten zusätzlich weitere Angaben zur Corporate Governance aufgenommen werden. Zu nennen sind hier die festzulegenden Kriterien für die Wahl in das Kontrollorgan (Art. 5.4.1) sowie analog zum Vorstand ein Verweis auf die Geschäftsordnung (Art. 5.1.3). Im Fall eines Übernahmemodels muss ein Vermerk eingefügt werden, sofern ein Mitglied bei mehr als der Hälfte der Sitzungen abwesend war (Art. 5.4.6). Als freiwillige Steigerung der Transparenz wiederum sind Angaben über die gebildeten Ausschüsse, deren Arbeit und Mitglieder laut den Kapiteln 5.2 und 5.3 anzusehen. Gleiches gilt für Angaben zur Handhabung von Interessenkonflikten (Art. 5.5) und zur Effizienzprüfung (Art. 5.6). Analog zu den Beispielen, die weiter oben zum Kapitel „Vorstand“ gemacht wurden, kann auch der Bericht des Aufsichtsrats Rahmendaten zur Vergütung enthalten (Art. 5.4.5). Die Kommunikation der Leitsätze des Kapitel 7.2 zum Umgang mit dem Abschlussprüfer bietet sich im Aufsichtsratsbericht ebenfalls an. Hier kann nicht nur die Erklärung zur Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers (auszugsweise) abgedruckt wer-

---

<sup>475</sup> Sinnvollerweise ist dieser dem Geschäftsbericht anzufügen, wobei eine zentrale Platzierung wie etwa auf der Innen- oder Rückseite des Umschlags einer Veröffentlichung im Innenteil vorzuziehen ist.

<sup>476</sup> Bezüglich der Vergütung der Vorstandsmitglieder verlangt Artikel 4.2.4 die Veröffentlichung der fixen und variablen Gesamtbezüge inklusive kurz- bzw. langfristiger Variablen. Die individualisierte Offenlegung hingegen kann auf freiwilliger Basis erfolgen. Will die Aktiengesellschaft die Empfehlungen des Artikels 5.4.5 zur Aufsichtsratsvergütung befolgen, so ist sie verpflichtet, die für Beratungs- und Vermittlungsleistungen erfolgten Zahlungen individualisiert zu veröffentlichen. Die üblichen Aufsichtsratsgehälter hingegen müssen nicht unbedingt individualisiert und aufgliedert nach Bestandteilen bekannt gemacht werden.

den, sondern auch detaillierte Angaben über den Ablauf der Auftragsvergabe sowie der Prüfung selbst gemacht werden<sup>477</sup>.

c) Als herkömmliche Printmedien bieten sich Presse- und ad-hoc-Mitteilungen an, wobei letztere nur dann verwendet werden sollte, wenn die Abgabe oder Änderung der Entsprechenserklärung kursrelevant im Sinne des WpHG ist<sup>478</sup>. Flankierend zur Abgabe der Entsprechenserklärung sind *Pressemeldungen* zu empfehlen, da die Compliance besonders im diesem Jahr auf großes öffentliches Interesse stößt und eine Mitteilung an die Presse genug Raum für Erläuterungen etwaiger Abweichungen bietet. Ebenso ist die Veröffentlichung eines eigenen Code of Best Practice sicherlich ein Meldung wert. Damit das Thema Corporate Governance auch unterjährig präsent bleibt, sollte darauf geachtet werden, in Pressemitteilungen Hinweise auf die Entsprechenserklärung und die eigenen CG-Richtlinien zu geben, sofern die kommunizierte Nachricht das Personal oder die Unternehmensführung betrifft.

Nicht zu vergessen ist die *Informationen der Mitarbeiter*, die dem Unternehmen besonders nahe stehen und deshalb auch ein starkes Interesse an Verhaltens- und Transparenzregeln haben werden. Sie sollten über die üblichen internen Instrumente wie Mitarbeiter-Zeitung, Betriebs-TV oder Stellwände unterrichtet werden.

In *Zwischenberichten* könnten zum einen Änderungen der Entsprechenserklärung kommuniziert werden, was sich aber aufgrund der Frequenz als wenig praktikabel erweisen wird. Vielmehr ist bei der Aufstellung der Berichte auf Kodex-Empfehlungen zu achten, deren Anerkennung im Rahmen der Veröffentlichung der Zahlen durchaus betont werden kann. Hierzu ist vor allem der Aufstellungsgrundsatz nach internationalen sowie nationalen Rechnungslegungsgrundsätzen (Art. 7.1.1) und die Veröffentlichung binnen 45 Tagen (Art. 7.1.2) zu zählen.

#### **4.2.4 Hauptversammlung und andere persönliche Maßnahmen**

Da die meisten Kodex-Leitsätze zur Hauptversammlung im Zusammenhang mit dem Internet zu sehen sind, werden diese im Kapitel 4.3 abgedeckt, während im Folgenden lediglich einige Aspekte bezüglich Vorbereitung und Ablauf der realen<sup>479</sup> Hauptversammlung (vgl. unter a) sowie übriger Veranstaltungen (vgl. unter b) behandelt werden sollen.

a) Zur Erfüllung des Artikels 2.3.2, der die unaufgeforderte *Zusendung der Einberufungsunterlagen* an alle Interessenten regelt, die dies vor nicht länger als einem Jahr

---

<sup>477</sup> Hierzu gehört insbesondere die Benachrichtigung des Aufsichtsrats, sobald Ausschluss- oder Befangenheitsgründe sowie der Entsprechenserklärung widersprechende Tatsachen festgestellt werden.

<sup>478</sup> Vgl. Gesetzesentwurf TransPuG [2002], Begründung zu Nr. 16 (§ 161 AktG)

<sup>479</sup> Im Gegensatz zur virtuellen Veranstaltung in Internet.

verlangt haben, bietet sich der Aufbau eines Verteilers an, da ohne einen solchen nur schwer nachvollzogen werden kann, wer um die Einladung zur letzten Hauptversammlung gebeten hat. Eine Datenbank mit Web-Anbindung würde in diesem Zusammenhang für eine optimale Organisation sorgen, denn Aktionäre und sonstige Interessenten könnten sich selbst in eine Verteilerliste ein- und austragen.

Der Kodex gibt zudem in Artikel 2.3.3 die verbindliche Empfehlung ab, den Investoren die *persönliche Wahrnehmung ihrer Rechte* zu erleichtern. Obwohl nicht ausdrücklich erwähnt, gehört hierzu auch die Wahl des Veranstaltungsorts sowie dessen Erreichbarkeit. Aktionärsfreundlich wäre es, die Hauptversammlung entweder am Firmensitz oder in einer größeren Stadt zu veranstalten, wo damit gerechnet werden kann, für viele Investoren erreichbar zu sein<sup>480</sup>. Kleine Hilfestellungen wie ausführliche Anfahrtsskizzen für alle möglichen Verkehrsmittel und Tickets zur Benützung der öffentlichen Nahverkehrsmittel am Tag der Veranstaltung tragen zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung ebenso bei, wie Informationen über den im Kodex vorgeschriebenen Stimmrechtsvertreter. Im Vorfeld der Hauptversammlung sollte darauf geachtet werden, die Aktionäre gleich im Einladungsschreiben auf die Existenz und die Identität des Vertreters hinzuweisen. Hier oder auf der Internetseite der Aktiengesellschaft können alle notwendigen Angaben wie Telefon- und Faxnummer, eMail-Adresse und Arbeitszeiten des Stimmrechtsvertreters veröffentlicht werden. Auf keinen Fall darf ein Vermerk fehlen, wie lange im voraus die Abgabe der Stimme erfolgt sein muss bzw. ob eine Kontaktmöglichkeit noch während der Hauptversammlung gegeben ist.

Ebenfalls wichtig in der Finanzkommunikation sind Angaben zur *Verfolgbarkeit der Hauptversammlung im Internet*. Mit ausreichendem Vorlauf sollten hierzu sowohl Printmedien wie Einladungsschreiben, Pressemitteilung, Aktionärsbrief oder Quartalsbericht als auch elektronische Medien wie das Internet und eMail-Newsletter verwendet werden. In den Informationen sollte neben der exakten Internetadresse auf jeden Fall Datum und Uhrzeit, Umfang<sup>481</sup> sowie technische Voraussetzungen<sup>482</sup> für die Verfolgung im WWW enthalten sein. Dasselbe gilt für eine etwaige außerordentliche Hauptversammlung aufgrund eines erfolgten Übernahmeangebots.

Da dem Deutschen Corporate Governance Kodex derzeit ein relativ großes Interesse in der Öffentlichkeit entgegengebracht wird und einige der Leitsätze ohne den Beschluss

---

<sup>480</sup> Während sich bei Namensaktien relativ einfach herausfinden lässt, wo die Kapitalgeber ihre Wohnsitze haben, gestaltet es sich bei Inhaberaktien wesentlich schwieriger. Hier ist aber ein Zwischenschritt über die betreuende Bank möglich, um den am besten geeigneten Veranstaltungsort zu identifizieren.

<sup>481</sup> Hier sind Angaben darüber zu empfehlen, ob beispielsweise die gesamte Hauptversammlung oder lediglich die Rede des Vorstandsvorsitzenden übertragen wird.

<sup>482</sup> Hierunter sind vor allem Zugangsvoraussetzungen zu verstehen. Zur Option steht etwa die Verfolgung für jeden Interessenten, der Zugang nur für Aktionäre nach Angabe ihrer Aktionärsnummer oder sogar erst nach Eingabe eines vorher zu beantragenden Passwortes.

der Hauptversammlung nicht umgesetzt werden können, ist mit *zahlreichen Fragen* zu diesem Themenkomplex zu rechnen. Deshalb sollte nicht nur die Entsprechenserklärung sowie der unternehmensspezifische Code of Best Practice ausgelegt werden, sondern der Vorstand sollte sich vor der Veranstaltung eingehend auf mögliche Fragen vorbereiten, wobei ihn sowohl der CG-Beauftragte als auch die Investor Relations Abteilung unterstützen sollte. In diesem Kontext wird auch das bereits erwähnte Corporate Governance Handbuch wichtig, da es nicht nur bei der Vorbereitung, sondern auch während der Hauptversammlung wertvolle Hilfestellung geben kann.

Im *Bericht des Aufsichtsrats* an die Hauptversammlung kommt durch den Artikel 5.5.3 die Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten sowie Informationen über deren Behandlung hinzu.

b) Auch bei anderen Veranstaltungen sowie Gruppen- und Einzelgesprächen ist mit Fragen zur Handhabung der Corporate Governance in der betreffenden Aktiengesellschaft zu rechnen. Wie bei allen IR-Themen ist hier generell der unterschiedliche Wissenstand sowie die Interessenlage zwischen Vertretern aus der Financial Community, Privataktionären, Finanzjournalisten und Mitarbeitern zu beachten. So werden Analysten und Fondsmanager eher dazu neigen, detaillierte Fragen zu stellen, etwa zu Einzelheiten des Aktienoptionsprogramms oder über zustimmungspflichtige Geschäfte. Während Privataktionäre vermutlich allgemeine Statements sowie Auskunft über die Verfügbarkeit eines unternehmensspezifischen Code of Best Practice oder dessen Zusendung verlangen werden, ist bei Journalisten mit großem Interesse für aktuelle Themen zu rechnen. Gegenwärtig ist hier die individuelle Veröffentlichung von Vorstandsgehältern zu nennen, die in den Medien häufig behandelt wird.

Es bietet sich also an, die unterschiedlichen Zielgruppen mit jeweils auf sie zugeschnittenen Informationspaketen zu versorgen. Bei Veranstaltungen für *Privatanleger*<sup>483</sup> genügt hier die Entsprechenserklärung bzw. der Code of Best Practice sowie eventuell der Auszug aus dem Geschäftsbericht, der sich mit Corporate Governance beschäftigt. Zusätzlich sollte auf jeden Fall ein kompetenter Ansprechpartner verfügbar sein, optimalerweise der CG-Beauftragte selbst.

Compliance und unternehmenseigene Corporate Governance Grundsätze sollten als zentrales Medium auch bei Events für die *Financial Community* ausgelegt werden. Vor allem für solche Veranstaltungen, die in zeitlicher Nähe zur Veröffentlichung der Entsprechenserklärung stattfinden, sollte zusätzlich eine ausführliche Präsentation zur praktizierten Corporate Governance vorbereitet werden. Vor allem in Anbetracht der zu erwartenden Detailfragen sollte das CG-Handbuch unbedingt bereitgehalten werden.

---

<sup>483</sup> Hierzu gehören nicht nur spezielle Veranstaltungen für Privatanleger wie Aktionärsessen, sondern auch IR-unabhängige Events wie etwa ein Tag der Offenen Tür.

Da die Gruppe der *Mitarbeiter* generell viel näher ans Unternehmen gebunden ist als die übrigen Zielgruppen, sollten diese auf keinen Fall vernachlässigt werden, zumal sich die Kommunikation mit ihnen recht einfach gestaltet. So können (zufällige) Einzelgespräche ebenso zur Information genutzt werden wie Betriebsversammlungen und andere interne Veranstaltungen.

Ein letzter Punkt, der auf den ersten Blick recht unwichtig erscheint, in der Praxis jedoch häufig Probleme bereitet, ist das unternehmensinterne Briefing der Mitarbeiter. Es muss klar geregelt sein, an wen Anfragen zur Corporate Governance weitergeleitet werden, denn ein Anrufer, der mit seiner Frage nicht über die Unternehmenszentrale hinauskommt oder möglicherweise in verschiedene Abteilungen verbunden wird, ohne eine Antwort zu erhalten, wird keinen guten Eindruck vom Unternehmen gewinnen.

### 4.3 Umsetzung des Kodex im Internet

Inzwischen gehört der Investor Relations Bereich zur de-facto-Pflicht auf jeder Homepage einer börsennotierten Aktiengesellschaft. Auch die Zahl der Anleger, die über das Internet auf die angebotenen Information zugreifen, spricht für die Relevanz dieses Mediums. So verfügten im ersten Halbjahr 2001 laut einer Infratest-Umfrage im Auftrag des DAI 57 % der Aktionäre über einen eigenen Internetzugang<sup>484</sup>.

Durch die neuesten gesetzlichen<sup>485</sup> und quasi-gesetzlichen<sup>486</sup> Entwicklungen wird das WWW als Instrument der Finanzkommunikation noch einmal deutlich aufgewertet. So wird nicht nur die Unternehmens-Website in Zukunft stärker für Informationen über Managementqualität und Aktienperformance genutzt werden<sup>487</sup>, sondern das Internet bietet den Anlegern nach Ansicht einer EU-Studie schon heute eine Möglichkeit zur Kommunikation mit anderen Shareholdern und Koordination von Aktionärsaktivitäten<sup>488</sup>.

Zu einer weiteren Aufwertung führt der elektronische Bundesanzeiger, der im Regierungsentwurf zum TransPuG im Februar diesen Jahres angekündigt wurde und bereits seit August online verfügbar ist<sup>489</sup>. Noack bezeichnet diesen als „kleine Sensation“<sup>490</sup>, denn er liefert den Unternehmen mittelfristig die Möglichkeit, die Informationskette bis

---

<sup>484</sup> Vgl. von Rosen, R. (Hrsg.): Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 16: Investor-Relations-Portale im Internet und ihre Bedeutung für kleine und mittlere Aktiengesellschaften [2002], S. 18f

<sup>485</sup> Als Beispiel ist hier die Verpflichtung zur Bekanntmachung der Directors' Dealings auf der unternehmenseigenen Homepage durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz zu nennen.

<sup>486</sup> Hiermit ist der Kodex gemeint, der zwar an sich kein Gesetz ist, die Entsprechenserklärung hierzu jedoch durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz vorgeschrieben ist.

<sup>487</sup> Vgl. Lenz, N. [2002b]

<sup>488</sup> Vgl. European Commission [2002], S. 79

<sup>489</sup> Erreichbar ist dieser unter der Internetadresse <http://www.ebundesanzeiger.de>.

<sup>490</sup> Vgl. Noack, U. [2002], S. 620

zum online geführten Depot ohne Medienbruch einrichten. Basierend hierauf wäre dann auch die Vollmachtserteilung und Stimmrechtsausübung leicht umsetzbar.

Da die IR-Homepage aber zunehmend auch für Kauf- und Verkaufentscheidungen relevante Daten enthält<sup>491</sup> sollte die Manipulierbarkeit durch Dritte ausgeschlossen werden<sup>492</sup>.

#### **4.3.1 Idealtypische Unternehmens-Website unter Berücksichtigung der Corporate Governance**

Zu Beginn dieses Kapitels sollen kurz die allgemeinen Anforderungen an die IR-Internetseite erläutert werden, die es zu erfüllen gilt. Hierzu gehört die Aktualität der Seite, problemlose Auffindbarkeit der Unternehmensseiten und eine übersichtliche Navigation innerhalb des IR-Bereichs sowie einfache Downloadmöglichkeiten<sup>493</sup>. Auch die Anregung des Kodex zur zusätzlichen Veröffentlichung der Informationen in englischer Sprache (Art. 6.8) sollte zumindest für die wichtigsten Inhalte befolgt werden.

Im Folgenden sollen die einzelnen Inhalte und Funktionen, die über eine IR-Homepage angeboten werden können, unter dem Aspekt der Corporate Governance-Freundlichkeit überprüft und Vorschläge zur Verbesserung gemacht werden. Hierbei ist zu beachten, dass von der optimalen Lösung ausgegangen wird, die in einem solchen Umfang vermutlich nicht von allen Unternehmen umgesetzt werden wird. Nichtsdestotrotz ist je nach Stellenwert des Internet im Portfolio der IR-Maßnahmen sowie dem hierfür bereitgestellten Budget zu empfehlen, einzelne Punkte umzusetzen, um den Auftritt für alle Zielgruppen aufzuwerten. Zu beachten ist hier auch, dass die Anpassung nicht soviel Arbeit benötigt, wie es auf den ersten Blick erscheint, da die erforderlichen Inhalte oftmals schon bereitstehen und es nur noch gilt, sie auch von anderen Stellen aus erreichbar zu machen<sup>494</sup>.

Bevor auf die einzelnen Themenfelder der Finanzinformationen im Internet eingegangen werden soll, sind noch einige Vorschläge zur Gestaltung der *IR-Startseite* zu nennen. Dieser zentrale Platz wird von vielen Unternehmen geradezu verschenkt, indem die Navigation noch einmal dargestellt wird oder lediglich Logo und Adresse der Firma angezeigt werden. Die Startseite ist jedoch für wichtige Informationen wie etwa die Equity Story, eine Auflistung aktueller Änderungen und Neuerungen sowie ein Link zur

---

<sup>491</sup> Zusätzlich zu Kurs- und Bilanzzahlen können hier ad-hoc-Mitteilungen sowie Angaben zu Directors' Dealings angeführt werden.

<sup>492</sup> Vgl. Sommer, H. K. [2002a], S. 14

<sup>493</sup> Da auf dieses Thema nicht näher eingegangen werden soll, sei an dieser Stelle auf folgenden Beitrag verwiesen: Fard-Yazdani, D.: Die Internetseiten als IR-Instrument einer guten Corporate Governance [2002], S. 81ff

<sup>494</sup> Als Beispiel sind hier Satzung oder etwa Vorstandsporträts zu nennen, die zwar unter der Rubrik „Unternehmen“ oft verfügbar sind, jedoch vom IR-Bereich nicht erreichbar.

Compliance Erklärung prädestiniert. Falls ein Übernahmeangebot für die betreffende Gesellschaft besteht, sollte gleich auf dieser ersten Seite darauf hingewiesen werden. Ein gutes Beispiel hierfür liefert die degussa AG, die bereits auf der übergeordneten Firmen-Startseite einen Hinweis auf das vorliegende Übernahmeangebot<sup>495</sup> mit einem Link zu weiterführenden Informationen bietet<sup>496</sup>.

#### 4.3.1.1 Informationen zur Aktie

Informationen über die Aktie der Gesellschaft gibt es in unterschiedlichem Umfang auf fast allen IR-Homepages. Basisdaten wie Wertpapierkennnummer, Börsenplätze sowie Art und Anzahl der ausgegebenen Aktien dürfen auf keinen Fall fehlen. Ebenfalls zu den Standardangaben gehören Informationen zur Aktionärsstruktur, wobei Zahlen zum Anteil des Streubesitzes besonders relevant sind. Institutionelle Investoren achten in besonderem Maße hierauf, denn sie arbeiten grundsätzlich mit großen Volumina, da der An- und Verkauf von größeren Aktienpaketen bei einer geringen Zahl von im Freefloat befindlichen Wertpapieren gar nicht möglich ist. Auch die im Kodex betonte Pflicht zur Veröffentlichung von Über- oder Unterschreitungen bestimmter Stimmrechtsanteile (Art. 6.2)<sup>497</sup> ist in diesem Kontext zu berücksichtigen, denn das Internet eignet sich vorzüglich zur vorgeschriebenen unverzüglichen Bekanntmachung.

Neben diesen Angaben sollte unter der Rubrik „Aktie“ auch der aktuelle Kurs<sup>498</sup> sowie Angaben zu den zuletzt ausbezahlten Dividenden vorhanden sein. Ebenfalls denkbar sind Informationen zu Aktienoptionen oder dem Shareholder Value. Bei Gesellschaften mit Namensaktien bietet sich ein Zugang zum elektronischen Aktienregister an, etwa zur Einsicht der eigenen Daten sowie der Möglichkeit, Adressänderungen vorzunehmen<sup>499</sup>.

Inhaltlich ebenfalls zu dieser Rubrik können die Directors' Dealings gezählt werden, deren Veröffentlichung nicht nur im Kodex gefordert wird (Art. 6.6), sondern im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz sogar gesetzlich vorgeschrieben ist. Diese Pflichtveröffentlichung sollte auf jeden Fall als eigener Navigationspunkt vorhanden sein, denkbar ist die Angliederung direkt in der IR-Hauptnavigation oder die Zuordnung zu den

---

<sup>495</sup> Vgl. degussa AG: Startseite [2002]

<sup>496</sup> Auf der verlinkten Website findet der Leser umfassende Informationen zum Zeitplan, Fragen und Antworten, Bekanntmachungen, Kontakt sowie natürlich einen Hinweis auf diejenigen Unternehmen, die ein Übernahmeangebot abgegeben haben. Vgl. RAG: Übernahmeangebot an alle Aktionäre der Degussa AG [2002]

<sup>497</sup> Vorgeschrieben ist die Veröffentlichung bei Erreichung, Über- oder Unterschreitung eines Stimmrechtsanteils von 5, 10, 25, 50 oder 75 %.

<sup>498</sup> Je nach Budget des Unternehmens stehen vom einfachen Link zum betreffenden Kurs bei der Deutschen Börse oder anderen Online-Finanzportalen bis zum ausgefeilten Chart mit zahlreichen Vergleichsmaßstäben viele Möglichkeiten zur Auswahl.

<sup>499</sup> Die Infineon AG bietet Ihren Aktionären diesen Service an. Vgl. Infineon Technologies AG: Aktienregister-Service [2002]

Aktieninformationen. Ist eine eigene Rubrik für das Thema Corporate Governance vorhanden, sollten die Angaben auch hierüber erreichbar sein<sup>500</sup>. Vorbildlich gibt sich in diesem Zusammenhang das am Neuen Markt notierte Unternehmen ce consumer electronic, das die Porträts seiner Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder mit den jeweilig zugehörigen Wertpapiergeschäften verlinkt hat<sup>501</sup>.

Da gute Investor Relations sich nicht nur auf die Pflichten beschränken, sondern über die Kür glänzen, ist zu überlegen, ob einzelne für den Geschäftsbericht geforderte Inhalte auch im Internet veröffentlicht werden sollen. Hier ist im Besonderen die in Artikel 7.1.4 geforderte Liste der Drittunternehmen zu nennen, an denen die Gesellschaft eine Beteiligung von nicht untergeordneter Bedeutung hält. Hinzu könnte die Erläuterung der Beziehungen zu Aktionären kommen, die als nahe stehende Personen zu qualifizieren sind (Art. 7.1.5).

#### 4.3.1.2 Informationen über Corporate Governance und Management

Da zur vollständigen Darstellung der praktizierten Corporate Governance die Integration einer Vielzahl einzelner Themen erforderlich ist, bietet sich die Einrichtung eines eigenen Bereichs für diesen Themenkomplex an, wobei die sinnvollste und auch in der Praxis zumeist anzutreffende Variante die Anordnung direkt in der IR-Hauptnavigation darstellt. Da die Unternehmensführung und -kontrolle nicht nur für Investoren interessant ist, sondern einen Bestandteil der Unternehmenskultur ausmacht, ist auch eine Gleichstellung mit der Rubrik „Investor Relations“ auf der ersten Navigationsebene sowie ein einfaches Link von der Unternehmensstartseite<sup>502</sup> möglich.

##### 4.3.1.2.1 Corporate Governance Startseite

Für die CG-Startseite ist ein kurzer Einführungstext zu empfehlen, der dem Leser erklärt, um was es sich bei Corporate Governance handelt. Zusätzlich wäre es angebracht, Funktion und Inhalt des Deutschen Corporate Governance Kodex kurz zu erläutern und zudem ein Link zur Cromme-Kommission zu setzen. Nach diesem einleitenden Teil sollte das Unternehmen eine Stellungnahme zum Kodex abgeben, wobei sowohl ein generelles Statement der Unternehmensführung<sup>503</sup> wie auch die Veröffentlichung der

---

<sup>500</sup> Als Beispiel ist hier die BASF zu nennen, die ihre Directors' Dealings in der Rubrik „Corporate Governance“ unter dem Titel „Meldepflichtige Wertpapiergeschäfte“ veröffentlicht. Dabei beschränkt sie sich nicht auf Angaben zu Kurs, Stückzahl und Datum, sondern gibt zusätzlich auch die Funktion des Tätigenden an. Vgl. BASF AG: Meldepflichtige Wertpapiergeschäfte / Directors' Dealings [2002a]

<sup>501</sup> Vgl. ce consumer electronic AG: Unternehmen – Organe [2002]

<sup>502</sup> Eine solche Lösung – angewendet beispielsweise von der MLP AG – bietet sich vor allem für aktuelle Themen an, da sie durch die Herauslösung aus der eigentlichen Navigation flexibler ist. Vgl. MLP AG: Startseite [2002]

<sup>503</sup> In diesem Zusammenhang bietet sich die Chance, den Interessenten auch über andere Unternehmensgrundsätze wie etwa Ausrichtung am Shareholder Value, Corporate Citizenship und Sozial Responsibility zu informieren.

offiziellen Entsprechenserklärung denkbar ist. Falls vorhanden, sollte anschließend auf den eigenen Code of Best Practice<sup>504</sup> sowie den Ansprechpartner für Corporate Governance Fragen hingewiesen werden.

Die oben beschriebenen Inhalte spiegeln die einfachste Variante für die Gestaltung eines Bereichs zur Information über Unternehmensleitung und -kontrolle wieder. Benutzerfreundlicher wäre sicherlich eine umfassendere Seite mit einer eigenen Subnavigation. Hier können einerseits Links zu bestehenden Inhalten gesetzt werden, andererseits aber auch neue Informationen geliefert werden. Die untenstehende Grafik zeigt eine der unzähligen Möglichkeiten zur Darstellung der CG-relevanten Informationen.



Abbildung 13: Corporate Governance Startseite IXOS AG<sup>505</sup>

<sup>504</sup> Hier bietet sich wiederum ein Link zu HTML-Text oder einem downloadbaren Text-Dokument an.

<sup>505</sup> Auf der CG-Startseite der IXOS AG werden dem Besucher ausführliche Informationen über die Corporate Governance im Unternehmen geboten – allen voran die Entsprechenserklärung samt Datum der Genehmigung durch Vorstand und Aufsichtsrat. Zusätzlich wird der Kodex der Cromme-Kommission kurz erläutert und dann auf die eigenen CG-Richtlinien eingegangen. Diese sind neben Informationen zur Insider Trading Policy, Handelszeiten für IXOS Mitarbeiter, Angaben über Stock Option Policy sowie der Pressemitteilung zur Veröffentlichung der Entsprechenserklärung über die Subnavigation am Rand der Seite erreichbar. Vgl. IXOS Software AG: Investor Relations – Corporate Governance [2002]

Im Folgenden soll eine mögliche Variante der Strukturierung sowie der einzustellenden Inhalte vorgestellt werden, die bei der Umsetzung im Internet als Leitfaden dienen kann.

#### 4.3.1.2.2 Entsprechenserklärung und Code of Best Practice

Mit Inkrafttreten des Transparenz- und Publizitätsgesetzes am 26. Juli 2002 wird die in § 161 AktG vorgeschriebene Entsprechenserklärung bis spätestens 31. Dezember 2002 im Internet einzustellen sein. Aus diesem Grund ist es anzuraten, der Compliance eine eigene Rubrik zu widmen, in der die Erklärung im HTML-Format dargestellt und zusätzlich als pdf-Datei zum Download<sup>506</sup> angeboten werden kann<sup>507</sup>.

Unternehmenseigenen Corporate Governance Grundsätzen sollte auf jeden Fall ein eigener Bereich gewidmet sein, da sie in besonderem Maße den hohen Stellenwert symbolisieren, den die Unternehmensführung der Thematik beimisst. Der Code of Best Practice sollte als Download bereitstehen und über ein Formular oder eine angegebene eMail-Adresse als Printversion bestellt werden können. Die wichtigste Form der Darstellung ist jedoch die im HTML-Format<sup>508</sup>, denn hier besteht die Möglichkeit, die jeweiligen Leitsätze mit den relevanten Stellen auf der Website zu verknüpfen, was den Nutzen der elektronischen Veröffentlichung erheblich steigert. Zusätzlich sind weitergehende Links denkbar – vor allem dann, wenn sich die eigenen Richtlinien auf ein externes Regelwerk wie den Deutschen Corporate Governance Kodex stützen.

Zur Schaffung eines zusätzlichen Mehrwerts ist an dieser Stelle auch die Einstellung des Kapitels aus dem Geschäftsbericht denkbar, das den laut Kodex-Artikel 3.10 empfohlenen Bericht über die Corporate Governance des Unternehmens enthält.

#### 4.3.1.2.3 Organe der Aktiengesellschaft

Für den Besucher als nützlich erweisen dürfte sich eine Darstellung der *Corporate Governance Struktur* der Aktiengesellschaft. Optimal geeignet für das Aufzeigen der Zusammenhänge zwischen den Organen sowie deren Rechte und Pflichten ist die Verwendung einer Grafik<sup>509</sup>, mittels derer auch die Kontrollstrukturen bezüglich der Corporate Governance Grundsätze vermittelt werden können. Der CG-Beauftragte kann hier eben-

---

<sup>506</sup> Wie bei allen übrigen Downloadangeboten sollte auch hier nicht versäumt werden, die Dateigröße mit anzugeben.

<sup>507</sup> Die PRO DV Software AG verfügt bereits seit 2. Juli 2002 über eine solche Entsprechenserklärung, in der sie die zukünftigen Abweichungen vom Kodex darstellt und auch gleich zu diesem verlinkt. Vgl. PRO DV Software AG: Investor Relations – Corporate Governance [2002]

<sup>508</sup> Auf der Homepage der Höft & Wessel AG wird der Code of Best Practice als Volltext im HTML-Format veröffentlicht. Vgl. Höft & Wessel AG: Aktie – Corporate Governance [2002]

<sup>509</sup> Siehe als Beispiel die untenstehende Grafik mit einem Ausschnitt aus dem CG-Bereich der SAP-Homepage.

so eingeordnet werden wie der für die Einhaltung des Code of Best Practice zuständige Aufsichtsratsausschuss.

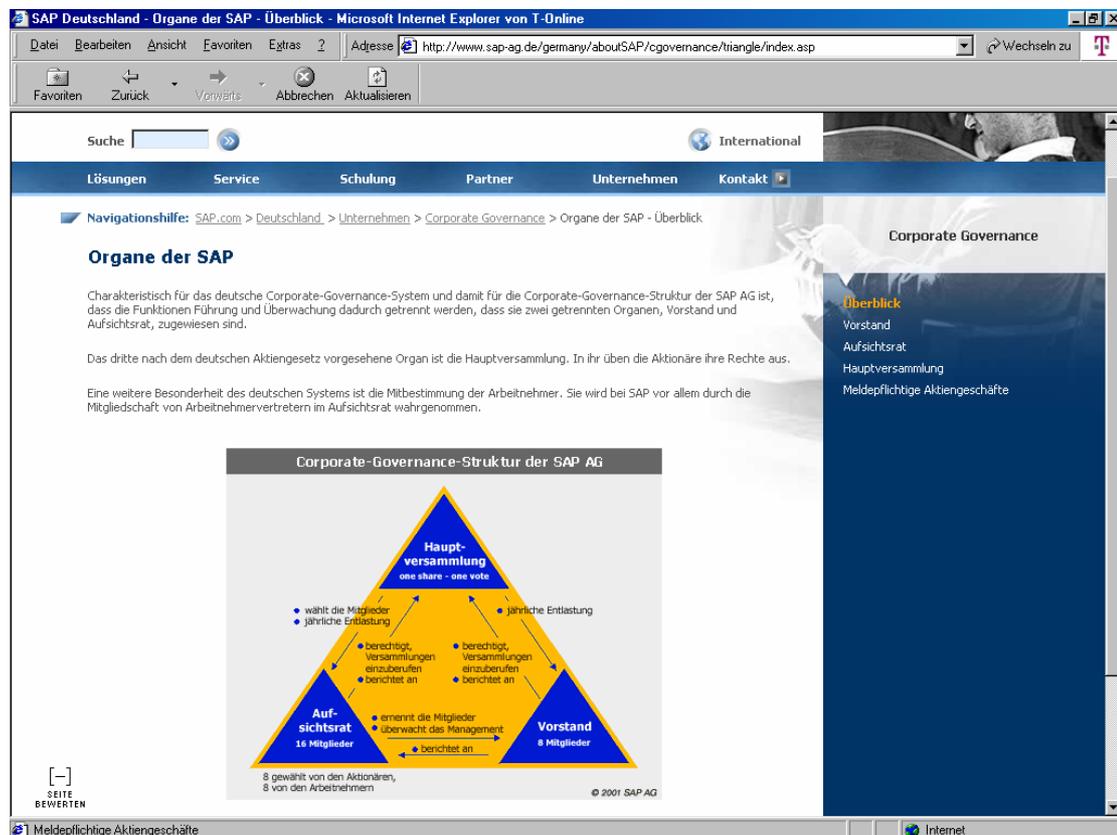


Abbildung 14: Darstellung der Corporate Governance Struktur in einer Grafik am Beispiel der SAP AG<sup>510</sup>

Zur Befriedigung tiefer gehender Informationsbedürfnisse sollte auf jeden Fall die *Satzung* als HTML- und als pdf-Version verfügbar sein<sup>511</sup>. Unter dem Aspekt des Aktionärsrechts auf Aushändigung einer Kopie des Gesellschaftsvertrags ist die Veröffentlichung dieses zentralen Dokuments sehr zu empfehlen<sup>512</sup>.

Transparenz über die *Arbeitsweise von Vorstand und Aufsichtsrat* ist eines der Kernelemente der Corporate Governance, weshalb ihr auch im Internet der entsprechend hohe Stellenwert zugestanden werden sollte. Die Geschäftsordnung des Vorstands als zentrales Dokument über dessen Rechte und Pflichten trägt einen großen Teil zur Steigerung dieser Transparenz bei und sollte deshalb im CG-Bereich der IR-Seiten nicht fehlen. Wer noch mehr Offenheit gegenüber seinen Aktionären beweisen will, kann zusätzlich den Geschäftsverteilungsplan veröffentlichen. Vorbildlich gibt sich in diesem

<sup>510</sup> Vgl. SAP AG: Unternehmen - Corporate Governance – Organe der SAP: Überblick [2002b]

<sup>511</sup> Sollte die Satzung an anderer Stelle bereits verfügbar sein, genügt das Setzen eines internen Links.

<sup>512</sup> Vgl. Fard-Yazdani, D. [2002], S. 87

Kontext die ThyssenKrupp AG, die neben den genannten Unterlagen zahlreiche weitere Informationen anbietet, die bei keinem anderen Unternehmen in einem solchen Umfang vorhanden sind.

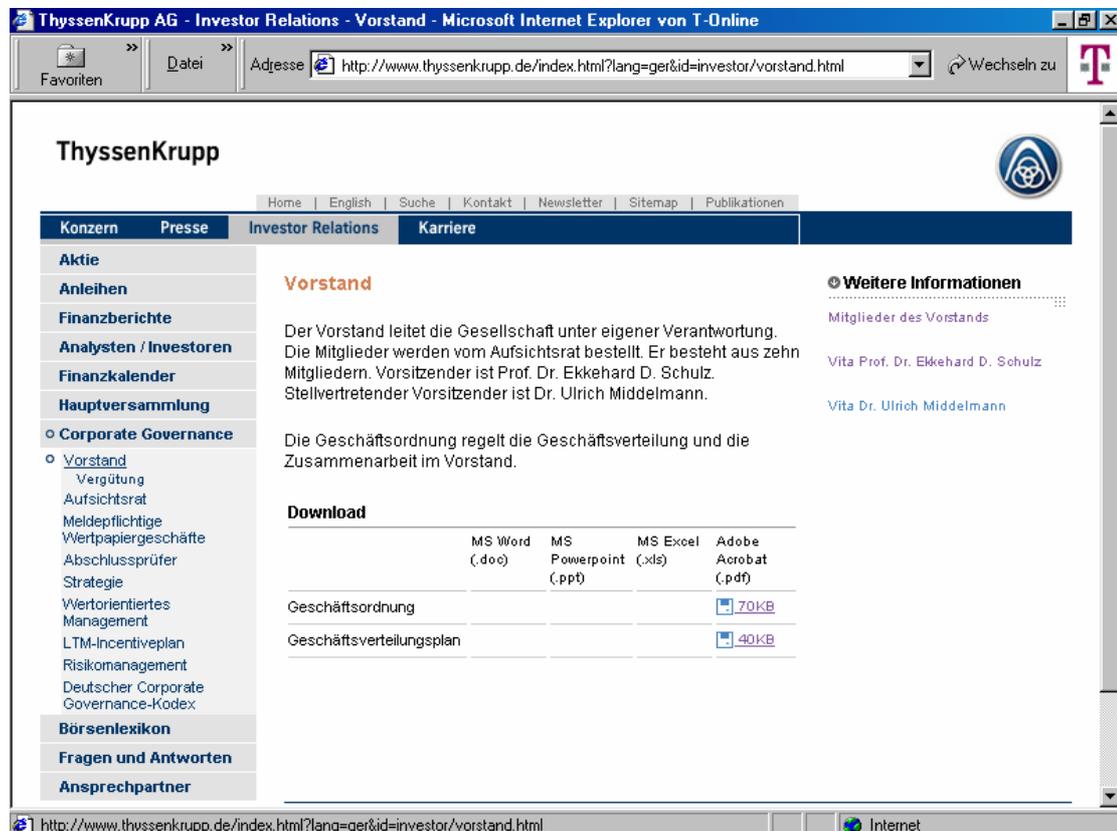


Abbildung 15: Informationen zum Vorstand in der Corporate Governance Rubrik der ThyssenKrupp Website<sup>513</sup>

Die von ThyssenKrupp gewählte Variante mit der Weiterleitung zu den *Porträts der Vorstände* über Links ist durchaus zu empfehlen, zumal die Lebensläufe samt Foto zu- meist unter einer anderen Rubrik bereits verfügbar sind und eine Verknüpfung über ein Link die einfachste Lösung darstellt. Der zunehmenden Bedeutung der Management- qualitäten für Investitionsentscheidungen sollte durch aussagekräftige Porträts der Vor- standsmitglieder Rechnung getragen werden. Neben der Nennung von Name und Titel sollte zumindest Berufungsdatum und -dauer, Aufgabengebiete sowie die wichtigsten Stationen des beruflichen Werdegangs vorhanden sein. Positiv zu bewerten sind auch Angaben zu Vorstands- oder Aufsichtsratsmandaten in anderen Aktiengesellschaften sowie weitere Tätigkeiten und Mitgliedschaften<sup>514</sup>. Einen persönlichen Charakter erhält die Vorstellung der Führungsperson durch ein Foto, denkbar sind auch Aufzeichnungen

<sup>513</sup> Vgl. ThyssenKrupp AG: Investor Relations - Corporate Governance – Vorstand [2002c]

<sup>514</sup> Hier kann auf die BASF AG verwiesen werden, deren Vorstandsporträts sämtliche genannten Bedin- gungen erfüllen. Vgl. BASF AG: Vorstand [2002b]

von kurzen Interviews als Audio- oder Video-Datei. Ebenso können private Angaben, etwa zu Familienstand und Hobbys, eingeflochten werden, um die emotionale Bindung des Investors an das Unternehmen zu verstärken.

Unter der CG-Rubrik „Vorstand“ sorgen weitere Informationsangebote wie etwa ein Link zur Satzung und zu den Directors' Dealings für ein abgerundetes Gesamtbild über das Führungsgremium. Positiv bewertet würden sicherlich auch Angaben zur Handhabung von D&O-Versicherungen, inklusive der Nennung des durch den Kodex empfohlenen Selbstbehalts (Art. 3.8).



Abbildung 16: Corporate Governance Internetseite der BHW Holding AG mit Angaben zu den Organbezügen<sup>515</sup>

Die Veröffentlichung der *Vergütung*, zumindest die individuelle, ist in den meisten Aktiengesellschaften ein etwas heikler Punkt. Trotzdem sollten Angaben zur Bezahlung gemäß Kodex-Artikel 4.2.3 gemacht werden, der fixe und variable Bestandteile fordert, letztere unter Berücksichtigung langfristiger Komponenten. Hierbei zeugt schon eine generelle Information zur Bemessung der Zahlungen vom guten Willen des Unternehmens bezüglich einer gesteigerten Transparenz. Als weitergehender Schritt ist aber auch

<sup>515</sup> Vgl. BHW Holding AG: Investor Relations - Corporate Governance [2002]

die für den Geschäftsbericht sowieso vorgeschriebene Veröffentlichung der absoluten Zahlen (Art. 4.2.4) für das Organ insgesamt zu überlegen, wie es die BHW-Holding praktiziert. Verfügt das Unternehmen über ein Aktienoptionsprogramm können generelle Angaben zur Ausgestaltung wie auch zur Ausübung durch die jeweiligen Vorstandsmitglieder gemacht werden.

Bezüglich der Informationen zum Aufsichtsrat kann auf die oben beschriebenen Inhalte unter der Rubrik „Vorstand“ verwiesen werden, wobei bei den Mitgliedern des Kontrollorgans kein ganz so umfassendes Porträt nötig ist, zumal ihre Bedeutung für das Unternehmen geringer zu beurteilen ist als die der Manager.

Trotzdem ist es zu empfehlen, auch hier ein Link zur Satzung sowie den Directors' Dealings anzubieten. Die Geschäftsordnung des Aufsichtsrats sollte ebenso bereitstehen wie die erwähnten Informationen zum Selbstbehalt bei D&O-Versicherungen.

Die *Vergütung* von Aufsichtsräten (Art. 5.4.5) sollte entsprechend zu der des Vorstands offengelegt werden, wobei zwar in jedem Fall auf die individuelle Auflistung verzichtet werden kann, jedoch die Erläuterung der Zusammensetzung aus kurz- und langfristigen sowie Komponenten in Bezug auf den Vorsitz im Organ bzw. einzelnen Ausschüssen anzuraten ist<sup>516</sup>.

Der durch den Kodex wichtiger gewordene Themenkomplex der *Ausschüsse* (Kodex-Kapitel 5.3) sollte auf keinen Fall außen vorgelassen werden. Hier ist die Nennung der vorhandenen Gremien samt Aufgaben und Mitgliedern anzuraten<sup>517</sup>. Ebenfalls bietet sich die Erläuterung der Vorgehensweise bezüglich der in Artikel 5.6 empfohlenen Effizienzprüfung an. Da dieser Leitsatz sehr vage gehalten ist, wäre es angebracht, zu erläutern, wie diese Selbstbeurteilung des Kontrollorgans ablaufen soll bzw. inwieweit die Ergebnisse an die Öffentlichkeit weitergegeben werden.

#### 4.3.1.2.4 Weitere Informationen zur Corporate Governance

Zusätzlich zu Entsprechenserklärung, Code of Best Practice und Angaben zu den Organen können auf den Corporate Governance Internetseiten weitere wichtige Informationen geliefert werden.

Zu nennen wäre hier das Ergebnis der Bewertung anhand der *DVFA-Scorecard*, falls das Unternehmen dieses Instrument zur Selbstevaluation einsetzt. Einführend sollte kurz erläutert werden, worum es sich bei der Scorecard handelt, wobei ein Link zur Internetseite der DVFA sinnvoll wäre. Die GPC-Biotech AG gibt ein Beispiel für eine

---

<sup>516</sup> Mit gutem Beispiel geht auch in diesem Kontext die ThyssenKrupp AG voran, die in ihrem Corporate Governance Bereich detailliert darstellt, wie sich das Gehalt der Aufsichtsräte zusammensetzt. Vgl. ThyssenKrupp AG: Investor Relations - Corporate Governance – Aufsichtsrat – Vergütung [2002a]

<sup>517</sup> Die SAP AG geht diesen Weg auf ihren Corporate Governance Internetseiten. Vgl. SAP AG: Unternehmen - Corporate Governance – Organe der SAP: Aufsichtsrat [2002a]

vorbildliche Lösung, da sie ihr Ergebnis nicht nur im Gesamtscore, sondern auch in den einzelnen Rubriken ausweist<sup>518</sup>. Sollten Bewertungen durch Externe vorliegen, ist eine Aufnahme dieser Ergebnisse durchaus zu empfehlen, zumal hierdurch die Objektivität des DVFA-Scores erhöht würde.

Da die Management-Vergütung an sich und Aktienoptionsprogramme im Speziellen in letzter Zeit vermehrt auf Kritik in den Medien und der Öffentlichkeit gestoßen ist, machen Angaben zum *Anreizsystem* des Unternehmens sehr viel Sinn. Zumal der Cromme-Kodex Angaben zur Ausgestaltung des Aktienoptionsprogramms für den Konzernabschluss empfiehlt (Art. 7.1.3) liegen diese Informationen auf jeden Fall vor und müssen nur noch an den Internetauftritt angepasst werden. Die Corporate Governance Seiten der ThyssenKrupp AG stehen auch in diesem Zusammenhang für optimale Transparenz, indem der unternehmenseigene Incentiveplan detailliert erläutert wird und sogar genaue Angaben zu den einzelnen Tranchen geliefert werden<sup>519</sup>.

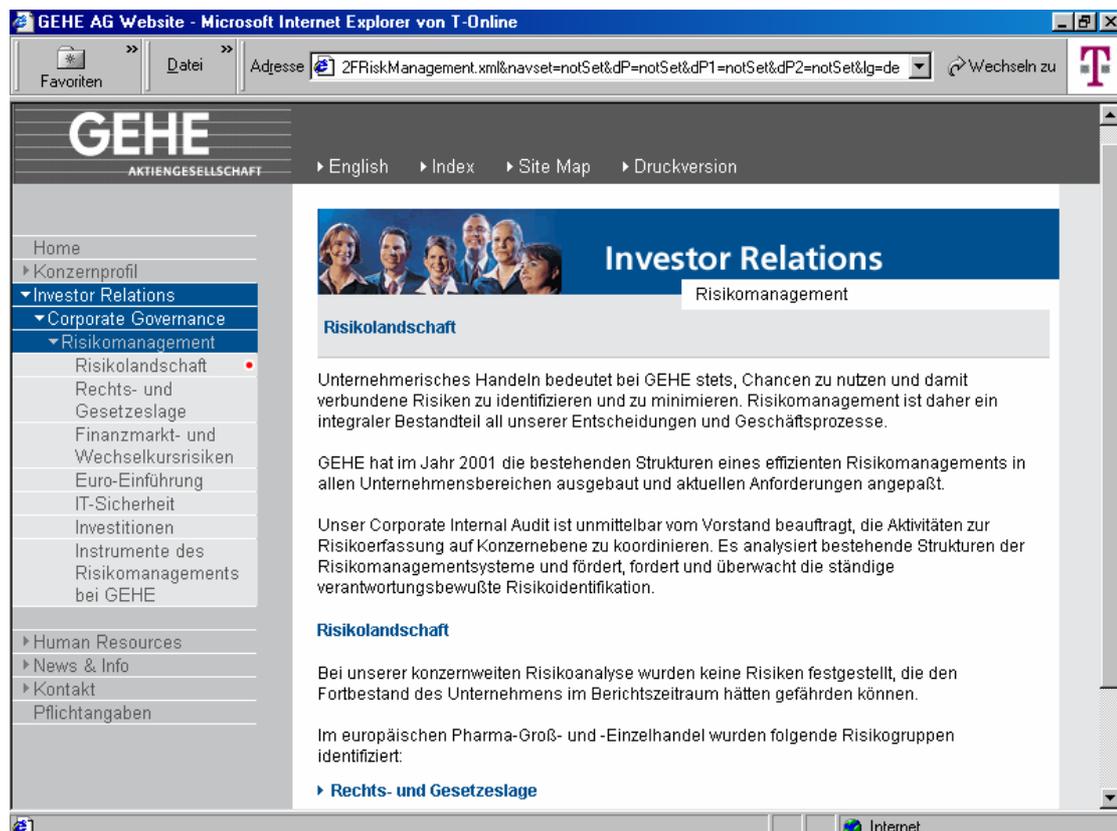


Abbildung 17: Angaben zum Risikomanagementsystem auf den Corporate Governance Internetseiten der GEHE AG<sup>520</sup>

<sup>518</sup> Vgl. GPC-Biotech AG: Investoren - Corporate Governance [2002]

<sup>519</sup> Vgl. ThyssenKrupp AG: Investor Relations - Corporate Governance – LTM-Incentiveplan [2002b]

<sup>520</sup> Vgl. GEHE AG: Investor Relations - Corporate Governance – Risikomanagement [2002]

Der Kodex-Artikel 4.1.4 weist ausdrücklich auf die durch das KonTraG eingeführte Pflicht des Vorstands zur Einrichtung eines angemessenen *Risikomanagementsystems* hin. Angaben hierzu sind zwar in den meisten Geschäftsberichten vorhanden, doch will der Internet-Nutzer nicht das gesamte Werk downloaden, wenn ihn nur ein einzelnes Kapitel interessiert. Unternehmen wie die GEHE AG gehen hier mit gutem Beispiel voran, indem sie ausführliche Informationen über das unternehmenseigene Risikomanagementsystem geben.

Ebenfalls von hoher Relevanz für die richtige Beurteilung der im Unternehmen praktizierten Unternehmensleitung und -kontrolle sind Angaben zum *Abschlussprüfer* der Gesellschaft. Das Kapitel 7.2 im Deutschen Corporate Governance Kodex verlangt einerseits eine Erklärung des Prüfers über den Umfang anderer an das Unternehmen erbrachter Leistungen im vergangenen bzw. im kommenden Geschäftsjahr. Andererseits wird auch der Prozess festgelegt, wie die Prüfung vonstatten zu gehen hat. Zumal die Wirtschaftsprüfung seit Fällen wie Enron und Worldcom zunehmend in Verruf gekommen ist, bietet es sich durchaus an, die Corporate Governance Seiten zur Information über dieses Thema zu nutzen. Der Abschlussprüfer sollte also nicht nur namentlich genannt werden<sup>521</sup>, sondern es sollte in Anlehnung an die in Artikel 7.2.1 geforderte Erklärung auch auf erbrachte Beratungsleistungen hingewiesen werden. Informationen darüber, wie oft der diesjährige Abschlussprüfer schon eingesetzt wurde bzw. ob sich sein Auftrag auf den Gesamtkonzern bezieht, vervollständigen die Angaben.

Abgerundet wird der Corporate Governance Auftritt durch einen Link zu den Directors' Dealings sowie möglicherweise einer Rubrik, unter der aktuelle Meldungen und Pressemitteilungen zu finden sind. Denkbar sind Neuigkeiten bezüglich Abgabe oder Änderung der Entsprechenserklärung, Änderungen in Geschäftsordnungen, Satzung oder Code of Best Practice sowie Aktuelles bezüglich Personalien.

#### 4.3.1.3 Darstellung von Veröffentlichungen

Zur Rubrik der Veröffentlichungen werden hier zunächst die oftmals unter dem Navigationspunkt „Publikationen“ vorhandenen Finanzberichte wie Geschäfts-, Zwischen- und Quartalsberichte gezählt. Des Weiteren werden auch Presse- und Ad-hoc-Mitteilungen dazugerechnet. Zusätzlich können hierzu auch Firmenbroschüren, Fact Books, Newsletter oder der bereits behandelte unternehmensspezifische Code of Best Practice gehören.

Generell ist zu beachten, dass klassische Medien zwar durchaus als pdf-Datei ins Netz gestellt werden können, einen wirklichen Mehrwert erhält die Veröffentlichung aber erst durch Anpassung an die Besonderheiten des World Wide Web<sup>522</sup>. Hierzu gehört die Aufteilung umfangreicher Publikationen wie des Geschäftsberichts in einzelne Kapitel,

---

<sup>521</sup> Ein Link zur Website der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft sollte auf keinen Fall fehlen.

<sup>522</sup> Vgl. Piwinger, B.: Investor Relations aus Sicht des Internet-Investors [2001], S. 451

um sowohl die Lade- und Downloadzeiten zu verkürzen wie auch die Navigation für den Benutzer zu erleichtern<sup>523</sup>. Der höchste Nutzen des Internet liegt jedoch in der Möglichkeit der Verlinkung zu weiter gehenden Informationen, die möglichst oft genutzt werden sollte. Gerade beim Geschäftsbericht als wichtigste Finanzpublikation sollte über eine interaktive Version nachgedacht werden, die dem Nutzer sowohl innerhalb des Berichts die Navigation erleichtert wie auch die Weiterleitung zu tiefer gehenden Informationen bieten kann. Werden diese Möglichkeiten genutzt, erhält der Geschäftsbericht auch unter dem Gesichtspunkt der Corporate Governance einen Zusatznutzen, da von der CG-Rubrik zu einzelnen Kapiteln wie etwa dem Bericht des Aufsichtsrats, dem Bericht über die Corporate Governance, dem Anhang mit Organbezügen und vielen mehr verwiesen werden kann.

Verfügt die Internetseite über einen extra ausgewiesenen Download-<sup>524</sup> oder Bestellbereich, sollten dort nicht nur die Finanzberichte, sondern auch die Entsprechenserklärung und der Code of Best Practice angeboten werden.

Presse- und Ad-hoc-Mitteilungen sollten zeitnah eingestellt werden und über einen Zeitraum von mindestens einem Jahr im Archiv verfügbar sein. Auch hier können einzelne Meldungen für die Thematik der Unternehmensleitung und -kontrolle relevant sein, weshalb vom CG-Bereich zu den jeweiligen Nachrichten verlinkt werden sollte, um die optimale Informationsversorgung für den Nutzer zu garantieren.

#### 4.3.1.4 Integration von Veranstaltungen

Bezüglich der Hauptversammlung sind mit dem Inkrafttreten des Transparenz- und Publizitätsgesetzes einige Änderungen zu beachten, die im Folgenden erläutert werden sollen, da sie teilweise maßgeblich zur Verbesserung der Corporate Governance beitragen. In den folgenden Abschnitten werden die veränderten Rahmenbedingungen, Rechte und Pflichten in Bezug auf die Veröffentlichung und Versendung der HV-Unterlagen (vgl. unter a), der Stimmrechtsvertretung (vgl. unter b), den Änderungen bei der Behandlung von Gegenanträgen (vgl. unter c) sowie der Übertragung der Hauptversammlung (vgl. unter d) erläutert. Dabei sind sowohl Leitsätze des Kodex wie auch gesetzliche Vorschriften des TransPuG berücksichtigt.

a) Die *Veröffentlichung der HV-Einladungsunterlagen*, der Berichte<sup>525</sup> sowie der Tagesordnung im Internet wird durch den Kodex-Artikel 2.3.1 empfohlen. Das Unter-

---

<sup>523</sup> Vorbildlich gibt sich in diesem Kontext die Pandatel AG, die auf ihrer Homepage einen interaktiven Geschäftsbericht veröffentlicht hat. Dort gibt es nicht nur die Möglichkeit, die Rubriken einzeln anzuordnen, sondern das jeweilige Kapitel oder den gesamten Bericht downzuloaden oder zu bestellen. Vgl. Pandatel AG: Online-Geschäftsbericht 2001 [2002]

<sup>524</sup> In einem solchen zentralen Downloadbereich können auch Präsentationen eingestellt werden, die im Rahmen diverser Veranstaltungen wie Road Shows, Analysten- und Telefonkonferenzen verwendet wurden.

nehmen sollte diesbezüglich darauf achten, die Unterlagen bereits ab dem Tag der Einberufung zugänglich zu machen – am besten über einen Link direkt von der Startseite des Unternehmens, damit die Auffindbarkeit der Informationen sichergestellt ist.

Die nächste Empfehlung des Kodex im Artikel 2.3.2 fordert die *Übermittlung der Einberufungsunterlagen* an alle Interessenten, die dies vor nicht länger als einem Jahr verlangt haben. Realisiert werden kann diese Forderung über das Anlegen einer Verteilerliste – entweder durch manuelle Einträge jeweils nach eingegangenen Bestellungen oder zum Ordern der Unterlagen auf der Homepage über ein Formular, das die Daten über eine Datenbank-Anbindung automatisch in die Liste einträgt. Falls eine solche Methode verwendet werden soll, wäre anzuraten, die Bestellmöglichkeit während des ganzen Jahrs zur Verfügung zu stellen.

In beiden Regelungen sind Verbesserungen der Informationsversorgung ausländischer Investoren zu sehen, da ihnen die Möglichkeit eröffnet wird, sich schnell über die Einberufung sowie die Ergebnisse der Hauptversammlung zu informieren. Bisher endete die Verteilung der Unterlagen nämlich oft an der deutschen Grenze, da ausländische Kreditinstitute nicht gezwungen sind, Informationen weiterzugeben<sup>526</sup>.

b) Der Artikel 2.3.3 im Deutschen Corporate Governance Kodex empfiehlt den Aktiengesellschaften, den Anlegern die Wahrnehmung ihrer persönlichen Rechte zu erleichtern. Dies soll durch einen vom Vorstand zu bestellenden *Stimmrechtsvertreter* geschehen, der weisungsgebunden die Stimmrechte der Aktionäre ausübt. Um den Nutzen eines solchen Angebots zu realisieren, muss das Unternehmen die Existenz sowie die Identität des bestimmten Vertreters kommunizieren. Anzuraten ist deshalb ein Hinweis gleich auf der zentralen Seite zur Hauptversammlung, besser noch wäre ein Link zu ausführlichen Angaben samt Kommunikationsdaten<sup>527</sup>. Vorbildlich verhält sich in diesem Kontext die Beru AG, die auf ihrer Internetseite Dokumente zum Download anbietet, in denen zum einen detailliert erläutert wird, wie bei einer Stimmrechtsübertragung vorzugehen ist, zum anderen benennt sie die Vertreter und liefert dem Aktionär gleichzeitig das Vollmachts- und Weisungsformular an die Hand.

---

<sup>525</sup> Da der Kodex an dieser Stelle keine näheren Anhaltspunkte gibt, welche Dokumente hierunter zu verstehen sind, kann davon ausgegangen werden, dass die nach § 125 AktG verlangten Unterlagen gemeint sind. Hierzu gehört die Einberufung der Hauptversammlung, die Tagesordnung sowie etwaige Anträge und Wahlvorschläge von Aktionären und ein Hinweis auf die Möglichkeiten der Ausübung des Stimmrechts durch einen Bevollmächtigten. Bei einem Vorschlag zur Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern müssen zusätzlich Angaben zu deren Mitgliedschaft in anderen Kontrollorganen beigefügt werden.

<sup>526</sup> Vgl. Noack, U. [2002], S. 621f

<sup>527</sup> Die notwendigen Angaben zum Stimmrechtsvertreter wurden bereits im Kapitel 4.2.4 erläutert.



Abbildung 18: Informationen zur Hauptversammlung auf der Homepage der Beru AG<sup>528</sup>

c) Der Artikel 1 Nr. 13 des TransPuG<sup>529</sup> ändert § 126 Abs. 1 AktG dahingehend, dass *Gegenanträge* in Zukunft auf der Unternehmens-Website veröffentlicht werden können, anstatt postalisch mitgeteilt werden zu müssen. Bezüglich dieser Regelung sieht Noack einige Probleme. Zum einen schlägt er die Pflicht zur Veröffentlichung der Internetadresse in den Einberufungsunterlagen vor, um sicherzustellen, dass alle Interessenten die gewünschten Informationen finden. Hierzu trägt auch die Veröffentlichung der Gegenanträge an einer gut auffindbaren Stelle auf der Unternehmens-Homepage bei. Zuletzt weist er darauf hin, dass die Anträge durch das Einstellen ins Internet für jedermann öffentlich zugänglich sind, was unter Umständen nicht im Interesse eines jeden Unternehmens sein könnte. Als mögliche Lösung schlägt er einen nur mit Passwort zugänglichen geschützten Bereich vor, was allerdings in der Praxis nicht oft realisiert werden wird, da das Passwortwesen mit einem hohen Aufwand für die Gesellschaft verbunden ist<sup>530</sup>.

Die Antragsfrist wird bis auf eine Woche vor der Hauptversammlung verlängert, was dem Aktionär mindestens drei Wochen Zeit gibt, um zu reagieren. Zu beachten ist je-

<sup>528</sup> Vgl. BERU AG: Investor Relations – Hauptversammlung [2002]

<sup>529</sup> Vgl. TransPuG [2002]

<sup>530</sup> Vgl. Noack, U. [2002], S. 622

doch, dass nur Anträge gültig sind, welche an die in der Einberufung mitgeteilte Adresse<sup>531</sup> übersandt wurden. Des weiteren muss der Gegenantrag auf einen bestimmten Punkt der Tagesordnung Bezug nehmen und eine Begründung enthalten.

Für das Unternehmen bedeutet diese Änderung zwar die Pflicht zur unverzüglichen Einstellung der eingegangenen Anträge auf ihrer Homepage, der Arbeitsaufwand wird durch das Wegfallen eines Postversands jedoch erheblich verringert.

d) Das Kapitel 2 des Kodex wird durch die Anregung zur *Übertragung der Hauptversammlung im Internet* (Art. 2.3.4) abgeschlossen. Auch das TransPuG überlässt die Entscheidung, ob die Versammlung online verfolgbar sein soll, letztendlich der Gesellschaft selbst. Diese kann laut dem neuen § 118 Abs. 3 AktG in ihrer Satzung oder der Geschäftsordnung bestimmen, dass die Hauptversammlung in Ton und Bild übertragen werden darf. Laut der Begründung zum Gesetzestext kann das Unternehmen dabei frei wählen, welches Medium sie verwendet<sup>532</sup>, in welchem Umfang die Übertragung stattfinden soll<sup>533</sup> und wie hoch der Grad der Öffentlichkeit sein soll<sup>534</sup>. In der Praxis ist mit einer offenen Regelung in der Satzung bzw. der Geschäftsordnung zu rechnen, die dem Vorstand mehrere Handlungsalternativen offen hält.

Die Begründung zum Gesetzesentwurf empfiehlt die rechtzeitige Information der Aktionäre über die geplante Übertragung. Außerdem weist sie darauf hin, dass das bisher angenommene Widerspruchsrecht des Aktionärs gegen die Aufzeichnung seines Redebeitrags entfällt<sup>535</sup>. Zusätzlich legt § 118 AktG in Absatz 2 die Möglichkeit zur Zuschaltung von Aufsichtsratsmitgliedern über elektronische Kommunikationsmittel fest, wobei die Übertragung in beide Richtungen erfolgen muss<sup>536</sup>.

Eine Übertragung der Hauptversammlung im Internet ist sehr zu begrüßen, vor allem unter dem Aspekt, dass die Besucherzahlen der Präsenzveranstaltungen immer weiter zurückgehen. Jedoch wird sich der Aufwand nicht für alle börsennotierten Aktiengesellschaften gleichermaßen lohnen, da gerade Unternehmen mit wenigen Großaktionären und einem geringen Freefloat damit rechnen können, dass ihre Investoren persönlich erscheinen. Bei großen Publikumsgesellschaften kann die Übertragung hingegen von

---

<sup>531</sup> Laut Begründung zum Gesetzestext ist hierbei sowohl eine Post-, Fax- oder auch eMail-Adresse zulässig. Vgl. Gesetzesentwurf TransPuG [2002], Begründung zu Nr. 11 Buchstabe b (§ 118 Abs. 3 AktG)

<sup>532</sup> Neben dem Internet als Übertragungsmedium steht teilweise auch Firmen-TV als Medium zur Wahl.

<sup>533</sup> Von der Rede des Vorstandsvorsitzenden bis zur vollständigen Übertragung samt Fragerunde stehen dem Unternehmen nahezu unbegrenzte Möglichkeiten zur Verfügung.

<sup>534</sup> Denkbar ist hier einerseits der freie Zugang für alle Interessenten, andererseits können Zugangsvoraussetzungen wie Passwörter bestimmt werden. In einem solchen Fall ist die Organisation der Übertragung jedoch mit wesentlich mehr Aufwand verbunden.

<sup>535</sup> Vgl. Gesetzesentwurf TransPuG [2002], Begründung zu Nr. 11 Buchstabe b (§ 118 Abs. 3 AktG)

<sup>536</sup> Vgl. ebenda, Begründung zu Nr. 11 Buchstabe a (§ 118 Abs. 2 AktG)

erheblichem Nutzen sein – nicht zuletzt für die ausländischen Investoren, die ansonsten nur unter schwierigen Bedingungen teilnehmen könnten.

Da der Kodex in Artikel 6.3 die Befolgung des Prinzips der Fair Disclosure empfiehlt, also der gleichzeitigen Information aller Stakeholder, ist auch die *Übertragung oder Aufzeichnung anderer Veranstaltungen* wie Road Shows, Analysten- oder Telefonkonferenzen anzuraten. Verfügt die Aktiengesellschaft über ein geringeres Budget, ist die Veröffentlichung der verwendeten Präsentation oder Redemanuskripte eine gute Alternative. Als Beispiel ist hier die DaimlerChrysler AG zu nennen, die Aufzeichnungen als Audio- und Videodateien sowie die zugehörigen Präsentationen auf ihrer Homepage zur Verfügung stellt.

The screenshot shows the DaimlerChrysler AG website in German, displaying a list of events. The browser window is titled 'DaimlerChrysler Internet - Deutsch - Microsoft Internet Explorer von T-Online'. The address bar shows 'http://www.daimlerchrysler.de/index\_g.htm'. The website has a navigation menu on the left and a main content area with a table of events.

Datum	Thema	Sprache	Referent	Dauer (h/m/s)	Video	Audio
11.09.02	IAA - Internationale Nutzfahrzeugausstellung Hannover	E	Dr. Eckhard Cordes ▶ Präsentations-Charts, (PDF-Datei (418 kb))		Modem/ISDN: ▶ Start Broadband: ▶ Start	
18.07.02	Telefonkonferenz zum 2. Quartal 2002	E	Jürgen E. Schremp Dr. Manfred Gentz ▶ Handout, PDF-Datei (371 kb)	2:04:12		▶ RealP. ▶ Win MP
25.04.02	Telefonkonferenz zum 1. Quartal 2002	E	Dr. Manfred Gentz ▶ Handout, PDF-Datei (185 kb)	1:25:23		▶ Start
20.02.02	Analysten- und Investorenkonferenz zum Geschäftsjahr 2001 Stuttgart	E	Jürgen E. Schremp Dr. Manfred Gentz ▶ Präsentations-Charts, PDF-Datei (1937 kb)		Modem/ISDN: ▶ Start Broadband: ▶ Start	
20.02.02	Bilanzpressekonferenz zum Geschäftsjahr 2001 Sindelfingen	D/E	Jürgen E. Schremp Dr. Manfred Gentz ▶ Präsentations-Charts, PDF-Datei (1910 kb)	2:00:57	▶ Start	
09.01.02	Analysten/Investoren Telefonkonferenz: "Automotive Analysts of New York", Detroit	E	Dr. Manfred Gentz Dr. Dieter Zetsche ▶ Handout, PDF-Datei (2290 kb)	1:30:46		▶ Start

Abbildung 19: Audio- und Videoaufzeichnungen von Veranstaltungen auf der Website der DaimlerChrysler AG<sup>537</sup>

<sup>537</sup> Auf dieser Seite werden alle Daten genannt, die sich ein Interessent wünscht: Datum, Thema, Sprache und Referent der Veranstaltung sowie Dauer der Aufzeichnung. Dem Nutzer stehen je nach Internet-Verbindung unterschiedliche Downloadmöglichkeiten bereit, ebenso kann er zwischen diversen Wiedergabemedien wählen. Vgl. DaimlerChrysler AG: Investor Relations- Audio/Video [2002]

#### 4.3.1.5 Serviceelemente

Die hier als Serviceelemente bezeichneten zusätzlichen Features einer IR-Website sind zumeist unabhängig von der Corporate Governance des Unternehmen zu bewerten, obwohl sie durch ihre Hilf- und Informationsfunktion die Transparenz steigern.

Der *Finanzkalender* stellt das einzige durch den Kodex vorgeschriebene Mittel zur Information der Aktionäre dar, das dieser Rubrik zuzuordnen ist. Er soll laut Artikel 6.7 die Termine wesentlicher, wiederkehrender Veröffentlichungen und Veranstaltungen mit einem ausreichenden Zeitvorlauf enthalten. Der Nutzen einer solchen Liste kann durch Verknüpfung zu weiterführenden Informationen oder auch Erinnerungsfunktionen<sup>538</sup> aufgewertet werden.

Weitere Elemente zur Steigerung der Attraktivität der Website sind das Einstellen bzw. Verlinken von externen Inhalten wie beispielsweise Studien oder Analysen. Benutzerfreundlich sind außerdem die Veröffentlichung häufig gestellter Fragen, so genannter FAQ, wobei unbedingt auf deren Aktualität zu achten ist<sup>539</sup>, sowie eines Glossars, das neben branchen- oder unternehmensspezifischen auch Begriffe aus der Finanzwirtschaft erläutern soll. Hier bietet sich auch eine allgemeine Erklärung des Begriffs Corporate Governance mit einem Link zur relevanten Seite innerhalb des Unternehmensauftritts an. Aktualität und Aktionärsnähe können durch Newsletter, Message Boards und Foren realisiert werden.

Auf keinen Fall sollte die Angabe von Kontaktmöglichkeiten<sup>540</sup> zur IR-Abteilung fehlen, wobei auch auf die Aufgabenverteilung hingewiesen werden sollte, wozu im Kontext dieser Arbeit vor allem die Verantwortung für die Corporate Governance gezählt wird.

#### 4.3.2 Gegenwärtiger Stand der Umsetzung in der Praxis

Im folgenden Kapitel soll ein Bild des Status Quo bezüglich Angaben zur Corporate Governance im Internet gezeichnet werden. Dabei werden in einem ersten Schritt für diese Arbeit relevante Ergebnisse vorhandener Studien dargestellt, um in einem zweiten Schritt die empirische Analyse von Unternehmens-Websites durch die Autorin vorzustellen.

---

<sup>538</sup> Ein gutes Beispiel gibt hier die Medion AG, die eine Erinnerungsfunktion via sms oder eMail anbietet. Vgl. MEDION AG: Investor Relations [2002]

<sup>539</sup> Keinesfalls sollten zwei Jahre nach dem Börsengang noch Fragen über Emissionspreis- und fristen eingestellt sein.

<sup>540</sup> Neben Name, Anschrift, Telefon- und Faxnummer sowie eMail-Adresse als Pflichtangaben heben zusätzliche Fotos der Verantwortlichen diese aus der Anonymität heraus.

#### 4.3.2.1 Ergebnisse vorhandener Untersuchungen

Nachstehend soll beleuchtet werden, in welchem Umfang Angaben zu Vorstand und Aufsichtsrat (vgl. unter a) sowie Informationen zur Hauptversammlung (vgl. unter b) auf den Internetseiten börsennotierter Aktiengesellschaften verfügbar sind.

a) Als erstes für die Transparenz zur Unternehmensleitung und -kontrolle interessantes Thema wurden Ergebnisse über Angaben zu Vorstand und Aufsichtsrat sowie deren Zusammenarbeit identifiziert.

Eine Untersuchung aus der zweiten Jahreshälfte 2000 stellt diesbezüglich fest, dass alle der 250 analysierten Unternehmen zumindest über eine Benennung des Vorstands verfügten<sup>541</sup>, wobei allerdings lediglich 26 % der Websites einen Lebenslauf zur Information verwendeten. Noch negativer stellen sich die Ergebnisse zum Aufsichtsrat dar, der nur auf knapp der Hälfte der Homepages genannt wird. Die Satzung als wichtigstes Dokument der Aktiengesellschaft war laut Aussage der zur gleichen Zeit veröffentlichten Studie des DAI mit Ausnahme zweier MDAX- und eines am Neuen Markt notierten Unternehmen gar nicht aufzufinden. Etwas positiver fällt das Ergebnis bei der Analyse der Bereitschaft der Gesellschaften zur Zusendung der Satzung nach elektronischer Bitte hierum aus. Fast drei Viertel der Unternehmen im MDAX, zwei Drittel in DAX und SDAX sowie knapp über die Hälfte der Unternehmen am Neuen Markt kamen dieser Bitte nach<sup>542</sup>.

b) In Anbetracht der Kodex-Leitsätze zur Hauptversammlung (Art. 2.3.1 bis 2.3.4) und Transparenz (Art. 6.1 bis 6.8) erscheint eine Bestandsaufnahme der im Internet zugänglichen Informationen als aufschlussreich.

Unterlagen zur Hauptversammlung sind zumeist mehr oder weniger umfangreich vorhanden. So kann das Protokoll der letzten Versammlung auf knapp einem Drittel der von Psychonomics untersuchten Websites abgerufen werden, während die Rede des Vorstandsvorsitzenden sogar bei fast der Hälfte der Unternehmen verfügbar ist<sup>543</sup>. Bezüglich einer Live-Übertragung besteht derzeit noch Nachholbedarf, denn sowohl die Analyse von Psychonomics wie auch die Untersuchung des DAI kamen auf durchschnittliche Werte von nur 5 %<sup>544</sup>. Die erstere der genannten Studien untersuchte zusätz-

---

<sup>541</sup> Die Psychonomics Studie „State of the Art im Internet“ untersuchte im August/September 2000 250 Aktiengesellschaften aus allen Segmenten bezüglich ihrer IR-Aktivitäten im Internet. Vgl. Bittner, T.: Investor Relations - State of Art im Internet 2000 [2000], S. 18

<sup>542</sup> Vgl. von Rosen, Rüdiger (Hrsg.): Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 11: Investor Relations im Internet – Internet-Angebote börsennotierter Unternehmen im Vergleich [2000], S. 35f, S. 44

<sup>543</sup> Vgl. Bittner, T. [2000], S. 44

<sup>544</sup> Die Studie des DAI beziffert die Zahl der Echtzeit-Übertragung auf 16,7 % bei DAX-Werten, 2,9 % bei MDAX- und 2,0 % bei SDAX-Unternehmen. Am Neuen Markt führte kein einziges Unternehmen eine Live-Übertragung durch. Mit einem durchschnittlichen Wert von 4,4 % für alle 250 untersuchten Unternehmen kommt die Studie von Bittner auf ähnliche Werte. Vgl. von Rosen, R. [2000], S. 40; Bittner, T. [2000], S. 45

lich die dargebotenen Informationen zu weiteren Veranstaltungen, wobei sie recht dürftige Ergebnisse lieferte. Inhalte von Bilanz-Pressekonferenzen bieten zwar immerhin über ein Fünftel der Unternehmen an, Präsentationen sowie Video- und Audio-Aufzeichnungen zu Analystenkonferenzen sind jedoch nur noch bei etwa einem Zehntel abrufbar. Informationen zu Road Shows liefern schließlich weniger als 5 % der untersuchten Websites<sup>545</sup>.

#### 4.3.2.2 Eigene empirische Analyse der Unternehmens-Websites

Ende September wurden im Rahmen dieser Arbeit die Websites von insgesamt 40 Unternehmen aus verschiedenen Branchen und Indices im Hinblick auf die Veröffentlichung einer Entsprechenserklärung sowie anderer relevanter Themen bezüglich der Corporate Governance analysiert. Diese Untersuchung wurde unabhängig von der übrigen Internetrecherche durchgeführt, durch die zu einem großen Teil die oben gezeigten positiven Beispiele identifiziert wurden.

Die Ergebnisse der Untersuchung, in der lediglich auf sieben<sup>546</sup> Firmen-Websites Angaben zur Corporate Governance aufgefunden wurden, sind recht ernüchternd und zeigen, dass viele Unternehmen sich entweder noch nicht ausreichend mit der Thematik auseinandergesetzt haben oder aber die Umsetzung noch nicht bis zum Internetauftritt vorgezogen ist.

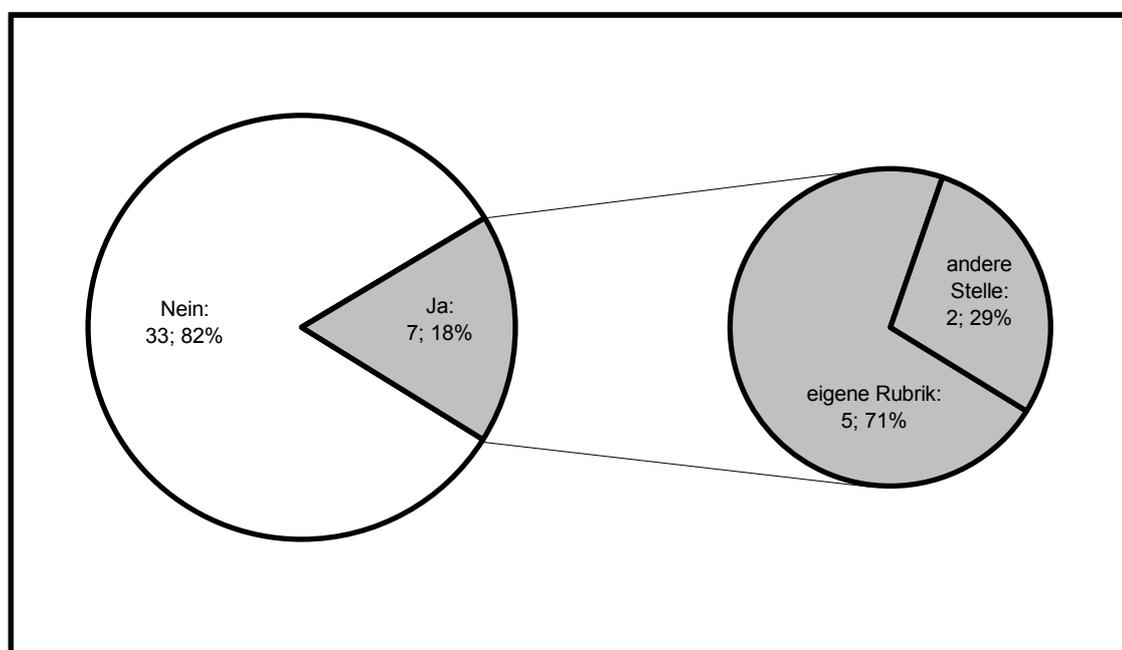


Abbildung 20: Vorhandensein von Informationen über Corporate Governance

<sup>545</sup> Vgl. Bittner, T. [2000], S. 46ff

<sup>546</sup> Aufgeteilt nach Segmenten waren dies drei aus dem DAX, zwei aus dem MDAX sowie jeweils eines aus SDAX und NEMAX.

Die obige Grafik zeigt die Häufigkeit der Veröffentlichung von Informationen über die Corporate Governance auf der Unternehmens-Homepage. Die empfohlene eigene Rubrik zu diesem Thema verwenden fünf Aktiengesellschaften, wobei drei die Anordnung direkt in der IR-Subnavigation wählen. Auf den restlichen Internetseiten waren die Angaben unter „Sonstigen Präsentationen“ bzw. „Unternehmensinformationen“ versteckt. Unter der Bezeichnung „andere Stelle“ sind zwei Unternehmen zusammengefasst, auf deren Homepage der Begriff Corporate Governance zwar vorhanden ist, jedoch nicht als Navigationspunkt. Dies ist einmal eine Erläuterung des Begriffs im Glossar, zum anderen eine Pressemitteilung zum Thema als Ergebnis der Volltextsuche auf der Unternehmens-Website.

Die Suche nach speziellen Informationen auf den CG-Seiten der sieben Unternehmen war wenig ergiebig. So wiesen nur drei Gesellschaften einen eigenen Code of Best Practice auf, zwei Unternehmen verlinkten zu weiteren Informationen auf der Homepage der Cromme-Regierungskommission und lediglich ein einziges Unternehmen veröffentlichte die Entsprechenserklärung gemäß § 161 AktG.

Es ist aber damit zu rechnen, dass im letzten Quartal noch einige Gesellschaften nachziehen werden, da zumindest die Entsprechenserklärung bis spätestens 31. Dezember 2002 öffentlich zugänglich gemacht werden muss.

#### **4.4 Entstehende Kosten durch die Verbesserung der Corporate Governance**

Eine Verbesserung der Corporate Governance geht mit nicht zu vernachlässigenden Kosten einher, die im Folgenden in drei Rubriken eingeteilt werden sollen. Auf der einen Seite sind hier die Aufwendungen zur Implementierung von Anreizmechanismen (vgl. unter a) sowie die Kosten der Vertragsaushandlung zur Verhaltensbeschränkung (vgl. unter b) zu nennen, andererseits gehören auch die zur Kommunikation notwendigen Aufwendungen hierzu (vgl. unter c).

a) Zu Beginn sind die Aufwendungen zu nennen, welche die Implementierung von *Anreizmechanismen* für das Management mit sich bringt. In diesem Kontext sind vor allem Aktienoptionsprogramme zu nennen, die neben einigen bereits erwähnten anderen Problemen vor allem hohe Kosten mit sich bringen<sup>547</sup>. Hierbei fallen nicht nur die Unkosten durch die ausgegebenen Aktien bzw. Optionen ins Gewicht, sondern auch der Verwaltungsaufwand, der durch die Gestaltung und Umsetzung eines solchen Programms anfällt.

---

<sup>547</sup> Auf die Ausgestaltung von Aktienoptionsprogrammen wurde bereits im Kapitel 2.3.3 ausführlich eingegangen.

b) Des weiteren sind Aufwendungen zu berücksichtigen, welche durch die Definition von *Verhaltensbeschränkungen* und die Durchführung von Kontrollen anfallen. Hierzu sind insbesondere personelle Ressourcen zu zählen, eventuell zusätzlich noch Kosten für externe Dienstleister wie IR-Berater oder Rechtsanwälte. Konkrete Mehrarbeit fällt in jedem Fall für die Prüfung der Annahme des Cromme-Kodex an. Während dies das Minimum darstellt, sind nach oben hin keine Grenzen gesetzt: Umso mehr Kodices<sup>548</sup> geprüft und gegebenenfalls angenommen werden, umso höher wird der Aufwand sein. Auch die Gestaltung eines unternehmensspezifischen Code of Best Practice wird zeitliche und materielle Ressourcen in Anspruch nehmen. Für die Implementierung und die Kontrolle der Einhaltung von Corporate Governance Grundsätzen sollte in jedem Fall eine Ansprechperson definiert werden, die ebenfalls zusätzliche Kosten verursacht. Auch für das Kontrollsystem, die Audits und das interne Berichtswesen müssen Aufwendungen veranschlagt werden<sup>549</sup>.

c) Als dritter Block sind die Kosten für die Transparenz zu nennen, denn ohne die *Kommunikation* von Corporate Governance verliert diese einen Großteil an Nutzen für die börsennotierte Gesellschaft. Die in diesem Bereich anfallenden Kosten können stark variieren, je nach Engagement des Unternehmens. Am sparsamsten ist hier, wer lediglich seine Entsprechenserklärung abgibt und ins Internet stellt. Doch ein Unternehmen, welches die Notwendigkeit und den Nutzen der Corporate Governance wirklich begriffen hat, wird viel weiter gehen und im Rahmen einer aktiven Public und Investor Relations Arbeit seine Unternehmensführungsqualität so umfangreich wie möglich kommunizieren. Hierzu gehört eben nicht nur die oben genannte Erklärung, sondern auch ein umfassender Bericht zur Corporate Governance des Unternehmens, etwa in Form eines Code of Best Practice. Dieser und weitere Informationen wie etwa die Satzung sollten im Internet abrufbar sein. Zusätzlich ist auch die Einräumung eines angemessenen Platzes im Geschäftsbericht zu empfehlen. In Anbetracht der Außenwirkung solcher Maßnahmen werden sich die Ausgaben durchaus lohnen – vor allem für die Implementierung im Internet, da diese hauptsächlich Fixkostencharakter hat. Ob hingegen soweit gegangen werden soll, auch die Hauptversammlung und andere Veranstaltungen im Internet zu übertragen, muss jede Gesellschaft für sich entscheiden, da hier beträchtliche Mehrkosten anfallen.

Zuletzt ist noch die personelle Mehrbelastung zu nennen. Diese fällt sowohl für das Management im Rahmen einer intensiveren Pflege der Interessengruppen<sup>550</sup>, als auch für

---

<sup>548</sup> Obwohl in Deutschland das Nebeneinander unterschiedlicher Regelwerke mit der Veröffentlichung des Cromme-Kodex beendet wurde, besteht nichtsdestotrotz bei einigen Unternehmen Interesse daran, sich auch Kodices anderer Länder und vor allem institutioneller Investoren anzuschließen.

<sup>549</sup> Vgl. Nippa, M. [2002], S. 28

<sup>550</sup> Vgl. Nippa, M. [2002], S. 28

die Investor Relations Abteilung durch zusätzliche Anfragen zur Corporate Governance des Unternehmens an, etwa durch institutionelle Investoren oder auch Kleinanleger.

Auf ein Problem aus Sicht kleiner Aktiengesellschaften weisen Claussen und Bröcker hin, indem sie berechnen, dass die Reportingkosten für kleine Aktiengesellschaften relativ gesehen wesentlich höher sind als für die Blue Chips. Bei einem Umsatz von 100 Mio. machen diese ein bis zwei Prozent des Umsatzes aus, während der Anteil bei den DAX-30 Unternehmen weit unter 1 ‰ liegt<sup>551</sup>. Für sie kann eine erweiterte Kommunikationspflicht also durchaus negativ sein.

---

<sup>551</sup> Vgl. Claussen, C. P. / Bröcker, N. [2002] S. 1200

## 5 Zusammenfassung und Ausblick

Die Diskussion um Corporate Governance hat in den letzten Jahren mit der Veröffentlichung unterschiedlicher privater Regelwerke zur Unternehmensleitung und -kontrolle sowie Gesetzesreformen zahlreiche Impulse erhalten. Zu nennen sind hier insbesondere die Frankfurter Grundsätze zur Corporate Governance, der Berliner German Code of Corporate Governance, die DVFA-Scorecard sowie das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz und das Namensaktiengesetz (NaStraG).

Die neueste Entwicklung auf dem Gebiet der Unternehmensführung und -überwachung ist der Deutsche Corporate Governance Kodex, den eine Regierungskommission unter der Regie von Dr. Gerhard Cromme entwickelt und am 26. Februar 2002 öffentlich vorgestellt hat. Das Regelwerk wiederholt zu großen Teilen geltendes Gesetzesrecht, gibt aber auch einige Empfehlungen und Anregungen zu den Bereichen Aktionärsrechte, Vorstand, Aufsichtsrat, Transparenz, Rechnungslegung und Abschlussprüfung.

Die Entscheidung über die Anwendung dieser Leitsätze ist prinzipiell den Aktiengesellschaften überlassen, allerdings muss über die Einhaltung der Richtlinien jährlich berichtet werden. Dies schreibt der neue § 161 AktG vor, der mit dem Inkrafttreten des Transparenz- und Publizitätsgesetzes (TransPuG) am 26. Juli 2002 Gültigkeit erlangte. Ab diesem Jahr muss also offengelegt werden, ob die Empfehlungen des Kodex befolgt werden bzw. in welchen Punkten Abweichungen bestehen.

Diese Neuregelung bringt zusammen mit einigen anderen Modifikationen des Aktiengesetzes und des Handelsgesetzbuches zahlreiche Änderungen für börsennotierte Aktiengesellschaften mit sich. So haben das Leitungs- und Kontrollorgan zusammen darüber zu beraten, inwiefern die Leitsätze zur Corporate Governance in die Strategie der Gesellschaft aufgenommen werden. Anschließend muss über die notwendigen personellen Ressourcen entschieden werden, wobei die Ernennung eines Corporate Governance Beauftragten sowie die Verantwortungszuweisung an einen Aufsichtsratsausschuss anzuraten ist. Anschließend muss zusammen mit der Rechts- und Investor Relations-Abteilung geprüft werden, inwieweit die Empfehlungen und Anregungen des Kodex befolgt werden sollen. Hierbei ist zu beachten, dass einige der Leitsätze nur anhand einer Satzungsänderung umgesetzt werden können, während andere lediglich der Zustimmung des betroffenen Organs bedürfen. Im Rahmen dieser Überlegungen sollte auch die Formulierung eines unternehmensspezifischen Regelwerks in Erwägung gezogen werden. Ein solcher Code of Best Practice macht vor allem dann Sinn, wenn die in der Aktiengesellschaft praktizierte Corporate Governance bereits über die Leitsätze des Kodex hinausgeht oder die Regelungen an das Unternehmen angepasst werden sollen.

Es kann davon ausgegangen werden, dass Corporate Governance durchaus zur Steigerung des Unternehmenserfolgs einerseits und der Aktienperformance andererseits beitragen kann. Jedoch ist hierfür die umfassende Kommunikation der gelebten Leitsätze vonnöten. Zu diesem Zweck sollten deshalb nicht nur die herkömmlichen Medien verwendet werden, sondern auch der oben beschriebene Code of Best Practice sowie die durch den § 161 AktG geforderte Entsprechenserklärung. Diese Erklärung ist laut Gesetzestext „den Aktionären dauerhaft zugänglich zu machen“<sup>552</sup>, womit vor allem die Veröffentlichung im Internet gemeint ist. Neben einigen weiteren Regelungen zur Verwendung der Unternehmens-Website zur offiziellen Kommunikation sowohl im Kodex als auch im TransPuG bedeutet diese Neuerung eine maßgebliche Aufwertung des Internet als Medium für die Investor Relations.

In einer eigenen empirischen Untersuchung wurde jedoch festgestellt, dass erst sehr wenige börsennotierte Aktiengesellschaften ihren Web-Auftritt zur Information über Corporate Governance nutzen. Deshalb ist den IR-Verantwortlichen anzuraten, sich um eine Verbesserung ihrer Unternehmens-Homepage zu bemühen. Neben der Entsprechenserklärung, die dort veröffentlicht werden muss, können zahlreiche weitere Informationen zur Steigerung der Transparenz über die Unternehmensleitung und -kontrolle beitragen. Zu nennen sind hier beispielsweise der unternehmenseigene Code of Best Practice sowie der Auszug aus dem Geschäftsbericht, der laut Kodex-Artikel 3.10 über die Corporate Governance im Unternehmen berichten soll. Außerdem trägt die Bereitstellung von offiziellen Dokumenten wie Satzung oder Geschäftsordnung von Vorstand und Aufsichtsrat zu mehr Transparenz bei. Daneben bietet sich die internetgerechte Umsetzung zahlreicher Leitsätze aus dem Kodex an. Zudem bringt das TransPuG einige veränderte Rechte und Pflichten mit sich, die das WWW zum Pflichtmedium machen.

Die Zukunft wird zeigen, inwieweit sich der Deutsche Corporate Governance Kodex der Cromme-Kommission durchsetzt. Ebenso bleibt abzuwarten, welche rechtlichen Konsequenzen fehlerhafte oder unterlassene Entsprechenserklärungen nach sich ziehen. Auch die Reaktion der Kapitalmärkte dürfte sich als wichtiger Faktor erweisen, wenn es um die Akzeptanz des Regelwerks geht. Zahlreiche nationale und internationale Studien kommen zu dem Ergebnis, dass die Qualität der Unternehmensführung und -überwachung zunehmend zum Investitionskriterium wird. Analysten und institutionelle Anleger stehen allerdings vor dem Problem der Bewertung dieses Faktors. Oftmals ist dies von außen gar nicht möglich, weshalb sich gerade Aktiengesellschaften mit einer guten Corporate Governance darum bemühen sollten, ihre Qualitäten umfassend an die Financial Community zu kommunizieren.

---

<sup>552</sup> Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) [2002], Art. 1, Nr. 16

Angesichts der oben genannten Gründe, der schlechten Konjunktur, der zahlreichen Unternehmensskandale und -konkurse sowie des immer weiter schwindenden Anlegervertrauens würden die Vorstände und Aufsichtsräte der börsennotierten Aktiengesellschaften sicherlich gut daran tun, sich zu allgemein anerkannten Leitsätzen zur Unternehmensleitung und -überwachung zu bekennen.

# Anhang A: Deutscher Corporate Governance Kodex

## Deutscher Corporate Governance - Kodex

### Vorwort

Die von der Bundesministerin der Justiz am 6. September 2001 berufene Regierungskommission legt hiermit nach knapp 6-monatigen Beratungen den Deutschen Corporate Governance Kodex vor.

Die Bundesministerin der Justiz hat sich auf die Vorgabe des rechtlichen Rahmens beschränkt und damit der deutschen Unternehmenspraxis die Möglichkeit eröffnet, in einem Akt der Selbstorganisation einen Kodex vorzuschlagen, der international und national anerkannte Standards guter und verantwortlicher Unternehmensführung enthält und das deutsche Corporate Governance System in einer auch für ausländische Investoren geeigneten Form darstellt.

Der Kodex gründet auf dem derzeit in Deutschland geltenden Recht. Er unterstellt, dass das Transparenz- und Publizitätsgesetz (i.d.F. des RegE v. 06.02.2002) verabschiedet wird. Relevante, im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens auftretende Änderungen des Entwurfs werden in einer 1. Revision des Kodex berücksichtigt.

Auch dort, wo der Kodex geltendes Recht beschreibt, gibt er dem Ziel leichter Verständlichkeit den Vorrang vor juristischer Präzision. Er erhebt nicht den Anspruch, die geltenden Gesetze umfassend und in allen relevanten Facetten darzustellen.

Die Kommission hat Anregungen und Empfehlungen nicht übernommen, die eine Änderung der derzeit geltenden Gesetze erfordert hätten. Eine Reihe interessanter Vorschläge wurde daher nicht berücksichtigt. Nach Meinung der Kommission zeigt dies die fortbestehende Notwendigkeit, den Finanzplatz Deutschland noch mehr an den Anforderungen der internationalen Kapitalmärkte auszurichten und ihn durch Flexibilisierung und Weiterentwicklung der geltenden Vorschriften attraktiver zu gestalten.

Der Kodex wird in die englische, französische, italienische und spanische Sprache übersetzt; maßgeblich ist ausschließlich die deutsche Fassung.

Düsseldorf, den 26.02.2002

Dr. Gerhard Cromme, Vorsitzender

## 1. Präambel

Der vorliegende Deutsche Corporate Governance Kodex (der „Kodex“) stellt wesentliche gesetzliche Vorschriften zur Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften (Unternehmensführung) dar und enthält international und national anerkannte Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung. Der Kodex soll das deutsche Corporate Governance System transparent und nachvollziehbar machen. Er will das Vertrauen der internationalen und nationalen Anleger, der Kunden, der Mitarbeiter und der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften fördern.

Der Kodex verdeutlicht die Rechte der Aktionäre, die der Gesellschaft das erforderliche Eigenkapital zur Verfügung stellen und das unternehmerische Risiko tragen.

Deutschen Aktiengesellschaften ist ein duales Führungssystem gesetzlich vorgegeben:

Der Vorstand leitet das Unternehmen in eigener Verantwortung. Die Mitglieder des Vorstands tragen gemeinsam die Verantwortung für die Unternehmensleitung. Der Vorstandsvorsitzende koordiniert die Arbeit der Vorstandsmitglieder.

Der Aufsichtsrat bestellt, überwacht und berät den Vorstand und ist in Entscheidungen, die von grundlegender Bedeutung für das Unternehmen sind, unmittelbar eingebunden. Der Aufsichtsratsvorsitzende koordiniert die Arbeit im Aufsichtsrat.

Die Mitglieder des Aufsichtsrats werden von den Aktionären in der Hauptversammlung gewählt. Bei Unternehmen mit mehr als 500 bzw. 2000 Arbeitnehmern im Inland sind auch die Arbeitnehmer im Aufsichtsrat vertreten, der sich dann zu einem Drittel bzw. zur Hälfte aus von den Arbeitnehmern gewählten Vertretern zusammensetzt. Bei Unternehmen mit mehr als 2000 Arbeitnehmern hat der Aufsichtsratsvorsitzende, der praktisch immer ein Vertreter der Anteilseigner ist, ein die Beschlussfassung entscheidendes Zweitstimmrecht. Die von den Aktionären gewählten Anteilseignervertreter und die Arbeitnehmervertreter sind gleichermaßen dem Unternehmensinteresse verpflichtet.

Das auch in anderen kontinentaleuropäischen Ländern etablierte duale Führungssystem und das international verbreitete System der Führung durch ein einheitliches Leitungsorgan (Verwaltungsrat) bewegen sich wegen des intensiven Zusammenwirkens von Vorstand und Aufsichtsrat in der Praxis aufeinander zu und sind gleichermaßen erfolgreich.

Die Rechnungslegung deutscher Unternehmen ist am True-and-fair-view-Prinzip orientiert und vermittelt ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens.

**Empfehlungen** des Kodex sind im Text durch die Verwendung des Wortes "**soll**" gekennzeichnet. Die Gesellschaften können hiervon abweichen, sind dann aber verpflichtet, dies jährlich offenzulegen. Dies ermöglicht den Gesellschaften die Berücksichtigung branchen- oder unternehmensspezifischer Bedürfnisse. So trägt der Kodex zur Flexibilisierung und Selbstregulierung der deutschen Unternehmensverfassung bei. Ferner enthält der Kodex **Anregungen**, von denen ohne Offenlegung abgewichen werden kann; hierfür verwendet der Kodex Begriffe wie "**sollte**" oder "**kann**". Die übrigen sprachlich nicht so gekennzeichneten Teile des Kodex betreffen Bestimmungen, die als geltendes Gesetzesrecht von den Unternehmen zu beachten sind.

In Regelungen des Kodex, die nicht nur die Gesellschaft selbst, sondern auch ihre Konzernunternehmen betreffen, wird der Begriff „Unternehmen“ statt „Gesellschaft“ verwendet.

Der Kodex richtet sich in erster Linie an börsennotierte Gesellschaften. Auch nicht börsennotierten Gesellschaften wird die Beachtung des Kodex empfohlen.

Der Kodex wird in der Regel einmal jährlich vor dem Hintergrund nationaler und internationaler Entwicklungen überprüft und bei Bedarf angepasst.

## **2. Aktionäre und Hauptversammlung**

### **2.1 Aktionäre**

2.1.1 Die Aktionäre nehmen ihre Rechte in der Hauptversammlung wahr und üben dort ihr Stimmrecht aus.

2.1.2 Jede Aktie gewährt grundsätzlich eine Stimme. Aktien mit Mehrstimmrechten oder Vorzugsstimmrechten („golden shares“) sowie Höchststimmrechte bestehen nicht.

### **2.2 Hauptversammlung**

2.2.1 Der Vorstand legt der Hauptversammlung den Jahresabschluss und den Konzernabschluss vor. Sie entscheidet über die Gewinnverwendung sowie die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat, wählt die Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat und in der Regel den Abschlussprüfer.

Darüber hinaus entscheidet die Hauptversammlung über die Satzung und den Gegenstand der Gesellschaft, über Satzungsänderungen und über wesentliche unternehmerische Maßnahmen wie insbesondere Unternehmensverträge und Umwandlungen, über die Ausgabe von neuen Aktien und von Wandel- und Optionsschuldverschreibungen sowie über die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien.

2.2.2 Bei der Ausgabe neuer Aktien haben die Aktionäre grundsätzlich ein ihrem Anteil am Grundkapital entsprechendes Bezugsrecht.

2.2.3 Jeder Aktionär ist berechtigt, an der Hauptversammlung teilzunehmen, dort das Wort zu Gegenständen der Tagesordnung zu ergreifen und sachbezogene Fragen und Anträge zu stellen.

2.2.4 Der Versammlungsleiter sorgt für eine zügige Abwicklung der Hauptversammlung.

### **2.3 Einladung zur Hauptversammlung, Stimmrechtsvertreter**

2.3.1 Die Hauptversammlung der Aktionäre ist vom Vorstand mindestens einmal jährlich unter Angabe der Tagesordnung einzuberufen. Aktionärsminoritäten sind berechtigt, die Einberufung einer Hauptversammlung und die Erweiterung der Tagesordnung zu verlangen. Der Vorstand soll die vom Gesetz für die Hauptversammlung verlangten Berichte und Unterlagen einschließlich des Geschäftsberichts nicht nur auslegen und den Aktionären auf Verlangen übermitteln, sondern auch auf der Internet-Seite der Gesellschaft zusammen mit der Tagesordnung veröffentlichen.

- 2.3.2 Die Gesellschaft soll allen in- und ausländischen Finanzdienstleistern, Aktionären und Aktionärsvereinigungen, die dies vor nicht länger als einem Jahr verlangt haben, die Einberufung der Hauptversammlung mitsamt den Einberufungsunterlagen mitteilen, auf Verlangen auch auf elektronischem Wege.
- 2.3.3 Die Gesellschaft soll den Aktionären die persönliche Wahrnehmung ihrer Rechte erleichtern. Auch bei der Stimmrechtsvertretung soll die Gesellschaft die Aktionäre unterstützen. Der Vorstand soll für die Bestellung eines Vertreters für die weisungsgebundene Ausübung des Stimmrechts der Aktionäre sorgen; dieser sollte auch während der Hauptversammlung erreichbar sein.
- 2.3.4 Die Gesellschaft sollte den Aktionären die Verfolgung der Hauptversammlung über moderne Kommunikationsmedien (z.B. Internet) ermöglichen.

### **3. Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat**

- 3.1 Vorstand und Aufsichtsrat arbeiten zum Wohle des Unternehmens eng zusammen.
- 3.2 Der Vorstand stimmt die strategische Ausrichtung des Unternehmens mit dem Aufsichtsrat ab und erörtert mit ihm in regelmäßigen Abständen den Stand der Strategieumsetzung.
- 3.3 Für Geschäfte von grundlegender Bedeutung legen die Satzung oder der Aufsichtsrat Zustimmungsvorbehalte zugunsten des Aufsichtsrats fest. Hierzu gehören Entscheidungen oder Maßnahmen, die die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage des Unternehmens grundlegend verändern.
- 3.4 Die ausreichende Informationsversorgung des Aufsichtsrats ist gemeinsame Aufgabe von Vorstand und Aufsichtsrat.

Der Vorstand informiert den Aufsichtsrat regelmäßig, zeitnah und umfassend über alle für das Unternehmen relevanten Fragen der Planung, der Geschäftsentwicklung, der Risikolage und des Risikomanagements. Er geht auf Abweichungen des Geschäftsverlaufs von den aufgestellten Plänen und Zielen unter Angabe von Gründen ein.

Der Aufsichtsrat soll die Informations- und Berichtspflichten des Vorstands näher festlegen. Berichte des Vorstands an den Aufsichtsrat sind in der Regel in Textform zu erstatten. Entscheidungsnotwendige Unterlagen, insbesondere der Jahresabschluss, der Konzernabschluss und der Prüfungsbericht, werden den Mitgliedern des Aufsichtsrats möglichst rechtzeitig vor der Sitzung zugeleitet.

- 3.5 Gute Unternehmensführung setzt eine offene Diskussion zwischen Vorstand und Aufsichtsrat sowie in Vorstand und Aufsichtsrat voraus. Die umfassende Wahrung der Vertraulichkeit ist dafür von entscheidender Bedeutung.

Alle Organmitglieder stellen sicher, dass die von ihnen eingeschalteten Mitarbeiter die Verschwiegenheitspflicht in gleicher Weise einhalten.

- 3.6 In mitbestimmten Aufsichtsräten sollten die Vertreter der Aktionäre und der Arbeitnehmer die Sitzungen des Aufsichtsrats jeweils gesondert, gegebenenfalls mit Mitgliedern des Vorstands, vorbereiten.

Der Aufsichtsrat sollte bei Bedarf ohne den Vorstand tagen.

- 3.7 Bei einem Übernahmeangebot müssen Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot abgeben, damit die Aktionäre in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden können.

Der Vorstand darf nach Bekanntgabe eines Übernahmeangebots keine Handlungen außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsverkehrs vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte, wenn er dazu nicht von der Hauptversammlung ermächtigt ist oder der Aufsichtsrat dem zugestimmt hat. Bei ihren Entscheidungen sind Vorstand und Aufsichtsrat an das beste Interesse der Aktionäre und des Unternehmens gebunden.

In angezeigten Fällen sollte der Vorstand eine außerordentliche Hauptversammlung einberufen, in der die Aktionäre über das Übernahmeangebot beraten und gegebenenfalls über gesellschaftsrechtliche Maßnahmen beschließen.

- 3.8 Vorstand und Aufsichtsrat beachten die Regeln ordnungsgemäßer Unternehmensführung. Verletzen sie die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters bzw. Aufsichtsratsmitglieds schuldhaft, so haften sie der Gesellschaft gegenüber auf Schadensersatz.

Schließt die Gesellschaft für Vorstand und Aufsichtsrat eine D&O-Versicherung ab, so soll ein angemessener Selbstbehalt vereinbart werden.

- 3.9 Die Gewährung von Krediten des Unternehmens an Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats sowie ihre Angehörigen bedarf der Zustimmung des Aufsichtsrats.

- 3.10 Vorstand und Aufsichtsrat sollen jährlich im Geschäftsbericht über die Corporate Governance des Unternehmens berichten. Hierzu gehört auch die Erläuterung eventueller Abweichungen von den Empfehlungen dieses Kodex.

## **4. Vorstand**

### **4.1 Aufgaben und Zuständigkeiten**

- 4.1.1 Der Vorstand leitet das Unternehmen in eigener Verantwortung. Er ist dabei an das Unternehmensinteresse gebunden und der Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes verpflichtet.
- 4.1.2 Der Vorstand entwickelt die strategische Ausrichtung des Unternehmens, stimmt sie mit dem Aufsichtsrat ab und sorgt für ihre Umsetzung.
- 4.1.3 Der Vorstand hat für die Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen zu sorgen und wirkt auf deren Beachtung durch die Konzernunternehmen hin.
- 4.1.4 Der Vorstand sorgt für ein angemessenes Risikomanagement und Risikocontrolling im Unternehmen.

### **4.2 Zusammensetzung und Vergütung**

- 4.2.1 Der Vorstand soll aus mehreren Personen bestehen und einen Vorsitzenden oder Sprecher haben. Eine Geschäftsordnung soll die Geschäftsverteilung und die Zusammenarbeit im Vorstand regeln.
- 4.2.2 Die Vergütung der Vorstandsmitglieder wird vom Aufsichtsrat unter Einbeziehung von etwaigen Konzernbezügen in angemessener Höhe auf der Grundlage einer Leistungsbeurteilung festgelegt. Kriterien für die Angemessenheit der Vergütung bilden insbesondere die Aufgaben des Vorstandsmitglieds, seine Leistung sowie die wirtschaftliche Lage, der Erfolg und die Zukunftsaussichten des Unternehmens unter Berücksichtigung seines Vergleichsumfelds.
- 4.2.3 Die Vergütung der Vorstandsmitglieder soll fixe und variable Bestandteile umfassen. Die variable Vergütung sollte einmalige sowie jährlich wiederkehrende, an den geschäftlichen Erfolg gebundene Komponenten und auch Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung enthalten. Als variable Vergütungskomponenten mit langfristiger Anreizwirkung dienen insbesondere Aktienoptionen oder vergleichbare Gestaltungen (z.B. Phantom Stocks). Diese sollen auf vorher festgelegte Vergleichsparameter wie z.B. die Wertentwicklung von Aktienindices oder das Erreichen bestimmter Kursziele bezogen sein. Eine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele soll ausgeschlossen sein. Die Vorteile aus einem Aktienoptionsplan müssen angemessen sein. Die konkrete Ausgestaltung eines Aktienoptionsplans oder eines vergleichbaren Vergütungssystems soll in geeigneter Form bekanntgemacht werden.

- 4.2.4 Die Vergütung der Vorstandsmitglieder soll im Anhang des Konzernabschlusses aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung ausgewiesen werden. Die Angaben sollten individualisiert erfolgen.

### **4.3 Interessenkonflikte**

- 4.3.1 Vorstandsmitglieder unterliegen während ihrer Tätigkeit für das Unternehmen einem umfassenden Wettbewerbsverbot.
- 4.3.2 Vorstandsmitglieder und Mitarbeiter dürfen im Zusammenhang mit ihrer Tätigkeit weder für sich noch für andere Personen von Dritten Zuwendungen oder sonstige Vorteile fordern oder annehmen oder Dritten ungerechtfertigte Vorteile gewähren.
- 4.3.3 Die Vorstandsmitglieder sind dem Unternehmensinteresse verpflichtet. Kein Mitglied des Vorstands darf bei seinen Entscheidungen persönliche Interessen verfolgen und Geschäftschancen, die dem Unternehmen zustehen, für sich nutzen.
- 4.3.4 Jedes Vorstandsmitglied soll Interessenkonflikte dem Aufsichtsrat gegenüber unverzüglich offenlegen und die anderen Vorstandsmitglieder hierüber informieren. Alle Geschäfte zwischen dem Unternehmen einerseits und den Vorstandsmitgliedern sowie ihnen nahestehenden Personen oder ihnen persönlich nahestehenden Unternehmungen andererseits haben branchenüblichen Standards zu entsprechen. Wesentliche Geschäfte sollen der Zustimmung des Aufsichtsrats bedürfen.
- 4.3.5 Vorstandsmitglieder sollen Nebentätigkeiten, insbesondere Aufsichtsratsmandate ausserhalb des Unternehmens, nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats übernehmen.

## **5. Aufsichtsrat**

### **5.1 Aufgaben und Zuständigkeiten**

- 5.1.1 Aufgabe des Aufsichtsrats ist es, den Vorstand bei der Leitung des Unternehmens regelmäßig zu beraten und zu überwachen. Er ist in Entscheidungen von grundlegender Bedeutung für das Unternehmen einzubinden.
- 5.1.2 Der Aufsichtsrat bestellt und entlässt die Mitglieder des Vorstands. Er soll gemeinsam mit dem Vorstand für eine langfristige Nachfolgeplanung sorgen. Der Aufsichtsrat kann die Vorbereitung der Bestellung von Vorstandsmitgliedern einem Ausschuss übertragen, der auch die Bedingungen des Anstellungsvertrages einschließlich der Vergütung festlegt.

Bei Erstbestellungen sollte die maximal mögliche Bestelldauer von fünf Jahren nicht die Regel sein. Eine Wiederbestellung vor Ablauf eines Jahres vor dem Ende der Bestelldauer bei gleichzeitiger Aufhebung der laufenden Bestellung soll nur bei Vorliegen besonderer Umstände erfolgen. Eine Altersgrenze für Vorstandsmitglieder soll festgelegt werden.

5.1.3 Der Aufsichtsrat soll sich eine Geschäftsordnung geben.

## **5.2 Aufgaben und Befugnisse des Aufsichtsratsvorsitzenden**

Der Aufsichtsratsvorsitzende koordiniert die Arbeit im Aufsichtsrat und leitet dessen Sitzungen.

Der Aufsichtsratsvorsitzende soll zugleich Vorsitzender der Ausschüsse sein, die die Vorstandsverträge behandeln und die Aufsichtsratssitzungen vorbereiten. Den Vorsitz im Prüfungsausschuss (Audit Committee) sollte er nicht innehaben.

Der Aufsichtsratsvorsitzende soll mit dem Vorstand, insbesondere mit dem Vorsitzenden bzw. Sprecher des Vorstands, regelmäßig Kontakt halten und mit ihm die Strategie, die Geschäftsentwicklung und das Risikomanagement des Unternehmens beraten. Der Aufsichtsratsvorsitzende wird über wichtige Ereignisse, die für die Beurteilung der Lage und Entwicklung sowie für die Leitung des Unternehmens von wesentlicher Bedeutung sind, unverzüglich durch den Vorsitzenden bzw. Sprecher des Vorstands informiert. Der Aufsichtsratsvorsitzende soll sodann den Aufsichtsrat unterrichten und erforderlichenfalls eine ausserordentliche Aufsichtsratssitzung einberufen.

## **5.3 Bildung von Ausschüssen**

5.3.1 Der Aufsichtsrat soll abhängig von den spezifischen Gegebenheiten des Unternehmens und der Anzahl seiner Mitglieder fachlich qualifizierte Ausschüsse bilden. Diese dienen der Steigerung der Effizienz der Aufsichtsratsarbeit und der Behandlung komplexer Sachverhalte. Die jeweiligen Ausschussvorsitzenden berichten regelmäßig an den Aufsichtsrat über die Arbeit der Ausschüsse.

5.3.2 Der Aufsichtsrat soll einen Prüfungsausschuss (Audit Committee) einrichten, der sich insbesondere mit Fragen der Rechnungslegung und des Risikomanagements, der erforderlichen Unabhängigkeit des Abschlussprüfers, der Erteilung des Prüfungsauftrags an den Abschlussprüfer, der Bestimmung von Prüfungsschwerpunkten und der Honorarvereinbarung befasst. Der Vorsitzende des Prüfungsausschusses sollte kein ehemaliges Vorstandsmitglied der Gesellschaft sein.

5.3.3 Der Aufsichtsrat kann weitere Sachthemen zur Behandlung in einen oder mehrere Ausschüsse verweisen. Hierzu gehören u.a. die Strategie des Unternehmens, die Vergütung der Vorstandsmitglieder, Investitionen und Finanzierungen.

- 5.3.4 Der Aufsichtsrat kann vorsehen, dass Ausschüsse die Sitzungen des Aufsichtsrats vorbereiten und darüber hinaus auch anstelle des Aufsichtsrats entscheiden.

#### **5.4 Zusammensetzung und Vergütung**

- 5.4.1 Bei Vorschlägen zur Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern soll darauf geachtet werden, dass dem Aufsichtsrat jederzeit Mitglieder angehören, die über die zur ordnungsgemäßen Wahrnehmung der Aufgaben erforderlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und fachlichen Erfahrungen verfügen und hinreichend unabhängig sind. Ferner sollen die internationale Tätigkeit des Unternehmens, potenzielle Interessenkonflikte und eine festzulegende Altersgrenze für Aufsichtsratsmitglieder berücksichtigt werden.
- 5.4.2 Eine unabhängige Beratung und Überwachung des Vorstands durch den Aufsichtsrat wird auch dadurch ermöglicht, dass dem Aufsichtsrat nicht mehr als zwei ehemalige Mitglieder des Vorstands angehören sollen und dass Aufsichtsratsmitglieder keine Organfunktionen oder Beratungsaufgaben bei wesentlichen Wettbewerbern des Unternehmens ausüben sollen.
- 5.4.3 Jedes Aufsichtsratsmitglied achtet darauf, dass ihm für die Wahrnehmung seiner Mandate genügend Zeit zur Verfügung steht. Wer dem Vorstand einer börsennotierten Gesellschaft angehört, soll insgesamt nicht mehr als fünf Aufsichtsratsmandate in konzernexternen börsennotierten Gesellschaften wahrnehmen.
- 5.4.4 Durch die Wahl bzw. Neuwahl von Aufsichtsratsmitgliedern zu unterschiedlichen Terminen und für unterschiedliche Amtsperioden kann Veränderungserfordernissen Rechnung getragen werden.
- 5.4.5 Die Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder wird durch Beschluss der Hauptversammlung oder in der Satzung festgelegt. Sie trägt der Verantwortung und dem Tätigkeitsumfang der Aufsichtsratsmitglieder sowie der wirtschaftlichen Lage und dem Erfolg des Unternehmens Rechnung. Dabei sollen der Vorsitz und der stellvertretende Vorsitz im Aufsichtsrat sowie der Vorsitz und die Mitgliedschaft in den Ausschüssen berücksichtigt werden.

Die Mitglieder des Aufsichtsrats sollen neben einer festen eine erfolgsorientierte Vergütung erhalten. Die erfolgsorientierte Vergütung sollte auch auf den langfristigen Unternehmenserfolg bezogene Bestandteile enthalten.

Die Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder sollte im Anhang des Konzernabschlusses individualisiert, aufgegliedert nach Bestandteilen ausgewiesen werden. Auch die vom Unternehmen an die Mitglieder des Aufsichtsrats gezahlten Vergütungen oder gewährten Vorteile für persönlich erbrachte Leistungen, insbesondere Beratungs- und Vermittlungsleistungen, sollen individualisiert im Anhang zum Konzernabschluss gesondert angegeben werden.

- 5.4.6 Falls ein Mitglied des Aufsichtsrats in einem Geschäftsjahr an weniger als der Hälfte der Sitzungen des Aufsichtsrats teilgenommen hat, soll dies im Bericht des Aufsichtsrats vermerkt werden.

## **5.5 Interessenkonflikte**

- 5.5.1 Jedes Mitglied des Aufsichtsrats ist dem Unternehmensinteresse verpflichtet. Es darf bei seinen Entscheidungen weder persönliche Interessen verfolgen noch Geschäftschancen, die dem Unternehmen zustehen, für sich nutzen.
- 5.5.2 Jedes Aufsichtsratsmitglied soll Interessenkonflikte, insbesondere solche, die auf Grund einer Beratung oder Organfunktion bei Kunden, Lieferanten, Kreditgebern oder sonstigen Geschäftspartnern entstehen können, dem Aufsichtsrat gegenüber offenlegen.
- 5.5.3 Der Aufsichtsrat soll in seinem Bericht an die Hauptversammlung über aufgetretene Interessenkonflikte und deren Behandlung informieren. Wesentliche und nicht nur vorübergehende Interessenkonflikte in der Person eines Aufsichtsratsmitglieds sollen zur Beendigung des Mandats führen.
- 5.5.4 Berater- und sonstige Dienstleistungs- und Werkverträge eines Aufsichtsratsmitglieds mit der Gesellschaft bedürfen der Zustimmung des Aufsichtsrats.

## **5.6 Effizienzprüfung**

Der Aufsichtsrat soll regelmäßig die Effizienz seiner Tätigkeit überprüfen.

## **6. Transparenz**

- 6.1 Der Vorstand wird neue Tatsachen, die im Tätigkeitsbereich des Unternehmens eingetreten und nicht öffentlich bekannt sind, unverzüglich veröffentlichen, wenn sie wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf geeignet sind, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere der Gesellschaft erheblich zu beeinflussen.
- 6.2 Sobald der Gesellschaft bekannt wird, dass jemand durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise 5, 10, 25, 50 oder 75 % der Stimmrechte an der Gesellschaft erreicht, über- oder unterschreitet, wird dies vom Vorstand unverzüglich veröffentlicht.
- 6.3 Die Gesellschaft wird die Aktionäre bei Informationen gleich behandeln. Sie soll ihnen unverzüglich sämtliche neuen Tatsachen, die Finanzanalysten und vergleichbaren Adressaten mitgeteilt worden sind, zur Verfügung stellen.

- 6.4 Zur zeitnahen und gleichmäßigen Information der Aktionäre und Anleger soll die Gesellschaft geeignete Kommunikationsmedien, wie etwa das Internet, nutzen.
- 6.5 Informationen, die die Gesellschaft im Ausland aufgrund der jeweiligen kapitalmarktrechtlichen Vorschriften veröffentlicht, sollen auch im Inland unverzüglich bekannt gegeben werden.
- 6.6 Kauf und Verkauf von Aktien der Gesellschaft sowie ihrer Konzernunternehmen, von Optionen sowie sonstigen Derivaten auf diese durch Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder sollen von diesen nach Vollzug unverzüglich der Gesellschaft bekanntgeben werden. Die Gesellschaft soll die Mitteilung unverzüglich in einem geeigneten elektronischen Informationssystem oder in wenigstens einem Börsenpflichtblatt veröffentlichen.

Im Anhang zum Konzernabschluss sollen entsprechende Angaben gemacht werden. Der Aktienbesitz einschließlich der Optionen sowie der sonstigen Derivate des einzelnen Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieds ist dann anzugeben, wenn er direkt oder indirekt größer als 1 % der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien ist. Übersteigt der Gesamtbesitz aller Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder 1 % der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien, soll der Gesamtbesitz getrennt nach Vorstand und Aufsichtsrat angegeben werden.

- 6.7 Im Rahmen der laufenden Öffentlichkeitsarbeit sollen die Termine der wesentlichen wiederkehrenden Veröffentlichungen (u.a. Geschäftsbericht, Zwischenberichte, Hauptversammlung) in einem „Finanzkalender“ mit ausreichendem Zeitvorlauf publiziert werden.
- 6.8 Von der Gesellschaft veröffentlichte Informationen über das Unternehmen sollen auch über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich sein. Die Internetseite soll übersichtlich gegliedert sein. Veröffentlichungen sollten auch in englischer Sprache erfolgen.

## **7. Rechnungslegung und Abschlussprüfung**

### **7.1 Rechnungslegung**

- 7.1.1 Anteilseigner und Dritte werden vor allem durch den Konzernabschluss informiert. Sie sollen während des Geschäftsjahrs durch Zwischenberichte unterrichtet werden. Der Konzernabschluss und die Zwischenberichte sollen unter Beachtung international anerkannter Rechnungslegungsgrundsätze aufgestellt werden. Für gesellschaftsrechtliche Zwecke (Ausschüttungsbemessung, Gläubigerschutz) werden Jahresabschlüsse nach

nationalen Vorschriften (HGB) aufgestellt, die auch Grundlage für die Besteuerung sind.

- 7.1.2 Der Konzernabschluss wird vom Vorstand aufgestellt und vom Abschlussprüfer sowie vom Aufsichtsrat geprüft. Der Konzernabschluss soll binnen 90 Tagen nach Geschäftsjahresende, die Zwischenberichte sollen binnen 45 Tagen nach Ende des Berichtszeitraums, öffentlich zugänglich sein.
- 7.1.3 Der Konzernabschluss soll konkrete Angaben über Aktienoptionsprogramme und ähnliche wertpapierorientierte Anreizsysteme der Gesellschaft enthalten.
- 7.1.4 Die Gesellschaft soll eine Liste von Drittunternehmen veröffentlichen, an denen sie eine Beteiligung von für das Unternehmen nicht untergeordneter Bedeutung hält. Handelsbestände von Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten, aus denen keine Stimmrechte ausgeübt werden, bleiben hierbei unberücksichtigt. Es sollen angegeben werden: Name und Sitz der Gesellschaft, Höhe des Anteils, Höhe des Eigenkapitals und Ergebnis des letzten Geschäftsjahres.
- 7.1.5 Im Konzernabschluss sollen Beziehungen zu Aktionären erläutert werden, die im Sinne der anwendbaren Rechnungslegungsvorschriften als nahestehende Personen zu qualifizieren sind.

## **7.2 Abschlussprüfung**

- 7.2.1 Vor Unterbreitung des Wahlvorschlags soll der Aufsichtsrat bzw. der Prüfungsausschuss eine Erklärung des vorgesehenen Prüfers einholen, ob und ggf. welche beruflichen, finanziellen oder sonstigen Beziehungen zwischen dem Prüfer und seinen Organen und Prüfungsleitern einerseits und dem Unternehmen und seinen Organmitgliedern andererseits bestehen, die Zweifel an seiner Unabhängigkeit begründen können. Die Erklärung soll sich auch darauf erstrecken, in welchem Umfang im vorausgegangenen Geschäftsjahr andere Leistungen für das Unternehmen, insbesondere auf dem Beratungssektor, erbracht wurden bzw. für das folgende Jahr vertraglich vereinbart sind.

Der Aufsichtsrat soll mit dem Abschlussprüfer vereinbaren, dass der Vorsitzende des Aufsichtsrats bzw. des Prüfungsausschusses über während der Prüfung auftretende mögliche Ausschluss- oder Befangenheitsgründe unverzüglich unterrichtet wird, soweit diese nicht beseitigt werden.

- 7.2.2 Der Aufsichtsrat erteilt dem Abschlussprüfer den Prüfungsauftrag und trifft mit ihm die Honorarvereinbarung.
- 7.2.3 Der Aufsichtsrat soll vereinbaren, dass der Abschlussprüfer über alle für die Aufgaben des Aufsichtsrats wesentlichen Feststellungen und Vorkommnisse unverzüglich berichtet, die sich bei der Durchführung der Abschlussprüfung ergeben.

Der Aufsichtsrat soll vereinbaren, dass der Abschlussprüfer ihn informiert bzw. im Prüfungsbericht vermerkt, wenn er bei Durchführung der Abschlussprüfung Tatsachen feststellt, die eine Unrichtigkeit der von Vorstand und Aufsichtsrat abgegebenen Erklärung zum Kodex ergeben.

- 7.2.4 Der Abschlussprüfer nimmt an den Beratungen des Aufsichtsrats über den Jahres- und Konzernabschluss teil und berichtet über die wesentlichen Ergebnisse seiner Prüfung.

## Anhang B: Untersuchungsdesigns

### Befragung zur Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex

Untenstehender Fragebogen wurde am 1. August 2002 an die IR-Abteilungen von insgesamt 120 Unternehmen per eMail verschickt. Als Untersuchungsgegenstand wurden jeweils 30 börsennotierte Aktiengesellschaften aus den Indices DAX, MDAX, SDAX und NEMAX gewählt, wobei die Höhe der Börsenkapitalisierung zum Stichtag 30. Juli 2002 entscheidend war.

Die folgende Tabelle zeigt die befragten Unternehmen, wobei diejenigen, die sich bis zum 30. September 2002 an der Umfrage beteiligt haben, grau unterlegt sind.

*Tabelle 2: Befragte Unternehmen bezüglich der Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex*

<b>DAX</b>	<b>MDAX</b>	<b>SDAX</b>	<b>NEMAX</b>
Adidas-Salomon AG	AMB Generali Holding AG	Amadeus AG	Aixtron AG
Allianz AG	AVA Allgemeine Handelsgesellschaft der Verbraucher AG	Baader Wertpapierhandelsbank AG	AT & S Austria Technologie & Systemtechnik AG
BASF AG	Beiersdorf AG	Biotest AG	Balda AG
Bayer AG	BHW-Holding AG	Capital Stage AG	BB Biotech AG
Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG	Buderus AG	CeWe Color Holding AG	BB Medtech AG
Bayerische Motoren Werke AG	Celanese AG	Condomi AG	Bertrandt AG
Commerzbank AG	Continental AG	Deutsche Beteiligungs AG	comdirect bank AG
DaimlerChrysler AG	Deutsche Börse AG	Edscha AG	ConSors Discount-Broker AG
Degussa G	Douglas Holding AG	Fuchs Petrolub AG	DAB bank AG
Deutsche Bank AG	Escada AB	Hawasko Holding AG	DICOM Group plc
Deutsche Lufthansa AG	Fraport AG	Holsten-Brauerei AG	Elmos Semiconductor AG
Deutsche Post AG	Fresenius AG	Hornbach-Bauchmarkt AG	Fineco S.p.A.
Deutsche Telekom AG	GEHE AG	KSB AG	FJA AG
E.ON AG	Hannover Rückversicherungs-AG	Leifheit AG	Genmap A/S
EPCOS AG	HeidelbergCement AG	Mannheimer AG Holding	Grenkeleasing AG

Fresenius Medical Care AG	Heidelberger Druckmaschinen AG	Marseille-Kliniken AG	IDS Scheer AG
Henkel KGaA	Hochtief AG	Masterflex AG	Intershop Communications AG
Infineon Technologies AG	IKB Deutsche Industriebank AG	MediClin AG	Medion AG
Linde AG	IVG Holding AG	MPC Münchmeyer Petersen Capital AG	Micronas Semiconductor Holding
MAN AG	K + S AG (Kali und Salz AG)	MVV Energie AG	MobilCom AG
Marschollek-Lautenschläger und Partner AG	Karstadt-Quelle AG	Pfleiderer AG	Pfeiffer Vacuum Technology AG
Metro AG	Merck KGaA	Rational AG	Qiagen N.V.
Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG	Mg technologies AG	Rohwedder AG	Rhein Biotech N.V.
RWE AG	ProSiebenSat.1 Media AG	Sartorius AG	SAP SI AG
SAP AG	Puma AG Rudolf Dassler Sport	Schlott sebaldu AG	SCM Microsystems Inc.
Schering AG	Rhön-Klinikum AG	TA Triumph-Adler AG	Singulus Technologies AG
Siemens AG	Stinnes AG	TAG Tegernsee Immobilien u. Beteiligungs AG	Thiel Logistik AG
ThyssenKrupp AG	Südzucker AG	Takkt AG	T-Online International AG
Tui AG	WCM Beteiligungs- und Grundbesitz AG	Tarkett Sommer AG	United Internet AG
Volkswagen AG	Wella AG	Villeroy & Boch AG	Web.de AG

Fragebogen:

Betreff: Befragung zu Corporate Governance

Sehr geehrte Damen und Herren,

im Rahmen meiner Diplomarbeit zum Thema „Corporate Governance Kodex“ möchte ich eine kleine empirische Erhebung zur Anwendung des „Kodex“ durchführen.

Deshalb würde ich mich freuen, wenn Sie sich die Zeit nehmen könnten, die folgenden drei Fragen kurz zu beantworten.

Gerne sende ich Ihnen die Ergebnisse der Umfrage zu, sobald diese ausgewertet ist.

Vielen Dank für Ihre Mitarbeit.

Bitte beantworten Sie folgende Fragen per eMail (MelaniePrenzel@web.de) oder Fax (07023 / 741 957). Dabei reicht es, wenn Sie in Ihrer Antwortmail die Nummer der Frage jeweils mit dem Buchstaben der Antwort angeben bzw. in einem Fax die zutreffende Antwort markieren.

- 1) Bekennt sich Ihr Unternehmen zum „Deutschen Corporate Governance Kodex“ („Kodex“) der Regierungskommission bzw. ist eine Anerkennung in der nächsten Zeit geplant?
  - a. Ja. Ankerkennung aller SOLL- und KANN-Punkte.
  - b. Ja. Ankerkennung aller SOLL-Punkte.
  - c. Teilweise. Anerkennung der SOLL-Punkte mit Ausnahmen.
  - d. Nein.
- 2) Gibt es in Ihrem Unternehmen einen sogenannten „Code of Best Practice“, d.h. firmenspezifische Grundsätze zur Corporate Governance?
  - a. Ja. In Anlehnung an den „Kodex“.
  - b. Ja. In Anlehnung an andere Grundsätze (Code of Best Practice der Frankfurter Grundsatzkommission, GCCG des Berliner Initiativkreis, OECD Principles)
  - c. Nein.
- 3) Gibt es in Ihrem Unternehmen einen „Compliance Officer“, der für die Überprüfung der Einhaltung der Grundsätze verantwortlich ist?
  - a. Ja.
  - b. Nein. Diese Stelle wird aber in nächster Zeit geschaffen.
  - c. Nein.

## Qualitative Analyse der Internetauftritte bezüglich der Behandlung des Themas Corporate Governance

In einer empirischen Analyse wurden Stichproben bei insgesamt 40 Unternehmens-Websites aus jeweils verschiedenen Branchen gemacht. Hierbei wurden jeweils zehn Gesellschaften willkürlich aus den Indices DAX, MDAX, SDAX und NEMAX ausgewählt, die in untenstehender Tabelle aufgeführt sind.

*Tabelle 3: Untersuchte Unternehmens-Websites in Bezug auf Angaben zur Corporate Governance*

<b>Branche</b>	<b>DAX</b>	<b>MDAX</b>	<b>SDAX</b>	<b>NEMAX</b>
Automobile	DaimlerChrysler		Edscha	
(Banks &) Financial Services	Commerzbank	Deutsche Börse	Concord Effekten	Consort Discount Broker
Biotechnology				Medigene
Chemicals (& Pharma)	Bayer	Celanese	Fuchs Petrolub AG	
Construction		Hochtief	sto	
Consumer Cyclical	Adidas-Salomon			
Food + Beverage		Südzucker	Holsten	
Insurance	Allianz			
Internet				Broadvision Inc.
IT Services				Computerlinks
(Machinery &) Industrial (& Industrial Services)	ThyssenKrupp	Dürr	Amadeus	Thiel Logistik
Media (& Entertainment)		ProSiebenSat.1 Media	VCL Film + Medien	Viva Media
MedTech & Healthcare				Pulsion Medical Systems
Pharmaceutical & Health	Fresenius	Wella	Biotest	
Retail (& Consumer)	Henkel	Fielmann	Gardena Holding	
Software (& Technology)	Siemens	Loewe	Sartorius	Ixos Software
Transportation & Logistics		Sixt		D.Logistics
(Utilities &) Telecommunication	Deutsche Telekom			Telegate

In einem weiteren Schritt wurden die Websites der betreffenden Aktiengesellschaften auf verschiedene Kriterien untersucht. Als logischer Ansatzpunkt wurde zuerst die Navigation der Homepage bezüglich einem Unterpunkt „Corporate Governance“ analysiert. Verlieh dies ohne Erfolg, wurde zusätzlich unter den – falls vorhandenen – Rubriken „FAQ“, „Glossar“, „Sitemap“ und „Suche“ nach einer Erwähnung der Corporate

Governance geforscht. Führt auch diese Vorgehensweise zu keinem Ergebnis, wurde das Vorhandensein von Angaben zur Corporate Governance ausgeschlossen.

Bei erfolgreicher Suche hingegen wurden weitere Kriterien untersucht, wie etwa die Ansiedlung des Navigationspunktes, das Vorhandensein einer Entsprechenserklärung, die Veröffentlichung eines unternehmenseigenen Code of Best Practice sowie ein Link zur Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex oder die Möglichkeit zum Download des Cromme-Kodex.

Die Untersuchung wurde am 30. September 2002 durchgeführt und gibt deshalb eine Momentaufnahme wieder.

## Literaturverzeichnis

**Ahrens&Behrent / Financial Dynamics [2002]:** Die DAX-30 Analysten Studie, Mai 2002, <http://www.fd.com/research/pdf/german.pdf> (Datum des Zugriffs: 5. September 2002)

**Albers, Marco [2002]:** Corporate Governance in Aktiengesellschaften: Entscheidungsprozess und Wirkungsanalyse zum Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), Frankfurt am Main: Lang, 2002

**Andersen [2001]:** Corporate Governance: Stand der Umsetzung und Entwicklungsperspektiven, Juni 2001, [http://www.andersen.com/resource2.nsf/vAttachLU/-AA\\_GER\\_Studie\\_CorporateGovernance\\_2001/\\$File/Germany\\_AA\\_DealSurvey\\_CorporateGovernance\\_2001.pdf](http://www.andersen.com/resource2.nsf/vAttachLU/-AA_GER_Studie_CorporateGovernance_2001/$File/Germany_AA_DealSurvey_CorporateGovernance_2001.pdf) (Datum des Zugriffs: 14. August 2002)

**AIXTRON AG [2000]:** AIXTRON's Corporate Governance Grundsätze, 6. Dezember 2000, [http://www.aixtron.com/pdf/CorpGovCom\\_230301\\_d.pdf](http://www.aixtron.com/pdf/CorpGovCom_230301_d.pdf) (Datum des Zugriffs: 10. September 2002)

**AT&S AG [2001a]:** Corporate Governance-Grundsätze der AT&S AG, Leoben, Februar 2001

**AT&S AG [2001b]:** Geschäftsbericht 2000/2001

**BASF AG [2002a]:** Meldepflichtige Wertpapiergeschäfte/Directors' Dealings, <http://www.basf.de/de/corporate/investor/governance/meldepflicht.htm> (Datum des Zugriffs: 20. August 2002)

**BASF AG [2002b]:** Vorstand, <http://www.basf.de/de/corporate/investor/vorstand/-voscherau.htm> (Datum des Zugriffs: 20. August 2002)

**Bassen, Alexander [2002]:** Institutionelle Investoren und Corporate Governance, Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2002

**Baums, Theodor [2001a]:** Diskussion. In: von Rosen, Rüdiger (Hrsg.): Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 15: Corporate Governance – Nutzen und Umsetzung, Frankfurt am Main: Juni 2001

**Baums, Theodor (Hrsg.) [2001b]:** Bericht der Regierungskommission Corporate Governance: Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts, Köln: O. Schmidt, 2001

- Baums, Theodor / Müller, Klaus-Peter / Potthoff, Volker / Strenger, Christian [2002]:** Podiumsdiskussion „Corporate Governance“ (Audio-Aufzeichnung der Diskussion) anlässlich der 5. Jahreskonferenz des Deutschen Investor Relations Kreis (DIRK) am 22. und 23. April 2002 in Frankfurt am Main
- Baur, Georg / Wagner, Oliver [2002]:** Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Neuerungen im Börsen- und Wertpapierhandelsrecht. In: Die Bank, 08/2002, S. 530-535
- Behrenwaldt, Udo [2001]:** Wertschöpfung auf dem Prüfstand: Der Anspruch der institutionellen Investoren an die Investor-Relations-Arbeit. In: Achleitner, Ann-Kristin / Bassen, Alexander (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2001
- Berblinger, Jürgen [2001]:** Die Bedeutung von Ratings für Investor Relations-Ratings als gemeinsame Sprache internationaler Anleiheinvestoren. In: Kirchhoff, Klaus Rainer / Piwinger, Manfred (Hrsg.): Die Praxis der Investor-Relations : effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt, Neuwied, Kriftel: Luchterhand, 2001
- Berg, Stefan / Stöcker, Mathias [2002]:** Anwendungs- und Haftungsfragen zum Deutschen Corporate Governance Kodex. In: Wertpapier-Mitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, 31/2002, S. 1569-1582
- Berliner Initiativkreis German Code of Corporate Governance [Berliner Initiativkreis 2001]:** Berliner Thesen zur Corporate Governance. In: von Werder, Axel (Hrsg.): German Code of Corporate Governance (GCCG): Konzeption, Inhalt und Anwendung von Standards der Unternehmensführung, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2001
- Berrar, Carsten [2001]:** Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich, Baden-Baden: Nomos, 2001
- BERU AG [2002]:** Investor Relations – Hauptversammlung, <http://www.beru.com/deutsch/investor/hauptversammlung.php> (Datum des Zugriffs: 15. September 2002)
- BHW Holding AG [2001]:** Corporate Governance Grundsätze, 13. September 2001, [http://www.bhw.de/de/download/investor\\_relations/BHW-CGG.pdf](http://www.bhw.de/de/download/investor_relations/BHW-CGG.pdf) (Datum des Zugriffs: 10. September 2002)
- BHW Holding AG [2002]:** Investor Relations - Corporate Governance, <http://www.bhw.de/de/html/frameset1/Home.html> (Datum des Zugriffs: 12. September 2002)
- Bittner, Thomas [2000]:** Investor Relations - State of Art im Internet 2000, Köln: psychonomics, 2000

**Böcking, Hans-Joachim [2002]:** Die neue DVFA-Scorecard (Powerpoint Präsentation zum DAI-Seminar „Corporate Governance im Wandel: TransPuG und Cromme-Kodex“ am 28. Mai 2002, Frankfurt am Main)

**Brammer, Ralf P. [2001a]:** Corporate Governance – Das Grundgesetz der weichen Faktoren. In: Bentele, Günter / Piwinger, Manfred / Schönborn, Gregor (Hrsg.): Kommunikationsmanagement, Neuwied, Kriftel: Luchterhand, (Grundwerk) 2001

**Brammer, Ralf P. [2001b]:** Corporate Governance als Element wertorientierter Unternehmensführung. In: Kirchhoff, Klaus Rainer / Piwinger, Manfred (Hrsg.): Die Praxis der Investor-Relations : effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt, Neuwied, Kriftel: Luchterhand, 2001

**Breuer, Rolf-E. [2001]:** Corporate Governance – der Verantwortung verpflichtet. In: Die Bank, 8/2001, S. 544-548

**Büschemann, Karl-Heinz [2002]:** Cromme: „So geht es nicht weiter“. In: Süddeutsche online, 4. Juli 2002, <http://www.sueddeutsche.de/aktuell/sz/artikel221.php> (Datum des Zugriffs: 5. Juli 2002)

**Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. / PwC Deutsche Revision PricewaterhouseCoopers [BDI / PwC 2001]:** Corporate Governance in Deutschland. Januar 2001, [http://www.bdi-online.de/BDIONLINE\\_INEAASP/iFILE.dll/X47C50ED-9130A11D5B9650050DA2662B7/2F252102116711D5A9C0009027D62C80/PDF/47C50ED9130A11D5B9650050DA2662B7.PDF](http://www.bdi-online.de/BDIONLINE_INEAASP/iFILE.dll/X47C50ED-9130A11D5B9650050DA2662B7/2F252102116711D5A9C0009027D62C80/PDF/47C50ED9130A11D5B9650050DA2662B7.PDF) (Datum des Zugriffs: 19. Juli 2002)

**Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. / PwC Deutsche Revision PricewaterhouseCoopers [BDI / PwC 2002]:** Corporate Governance in Germany – Vorabexemplar für die Pressekonferenz am 8. August 2002 in Berlin. August 2002, <http://www.pwc.de/misc/getattach.asp?id=753> (Datum des Zugriffs: 14. August 2002)

**Claussen, Carsten Peter / Bröcker, Norbert [2002]:** Der Corporate Governance-Kodex aus der Perspektive der kleinen und mittleren Börsen-AG. In: Der Betrieb, 23/2002, S. 1199-1206

**ce consumer electronic AG [2002]:** Unternehmen – Organe, [http://consumer.iti-online.de/deu/index2.php4?unternehmen,menue\\_unternehmen,organe,-/cont/unternehmen/000600#aufsrat](http://consumer.iti-online.de/deu/index2.php4?unternehmen,menue_unternehmen,organe,-/cont/unternehmen/000600#aufsrat) (Datum des Zugriffs: 12. September 2002)

**Cromme, Gerhard [2002]:** Die Bedeutung des Deutschen Corporate Governance Kodex für die Praxis. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 11/2002, S. 502-505

**DaimlerChrysler AG [2002]:** Investor Relations – Audio/Video, [http://www.daimlerchrysler.de/index\\_g.htm](http://www.daimlerchrysler.de/index_g.htm) (Datum des Zugriffs: 12. September 2002)

**degussa AG [2002]:** Startseite, <http://www.degussa.com/> (Datum des Zugriffs: 12. September 2002)

**Deloitte Consulting [2002]:** Aufsichtsratspraxis in Deutschland – Aktueller Stand und zukünftige Herausforderungen, September 2002, <http://www.cwnewsroom.de/-data/attachments/100847.pdf> (Datum des Zugriffs: 21. September 2002)

**Deutsche Bank AG [2001]:** Corporate Governance Grundsätze, März 2001, [http://ircontent.db.com/ir/group\\_documentation.php#](http://ircontent.db.com/ir/group_documentation.php#) (Datum des Zugriffs: 10. September 2002)

**Deutsche Bank AG [2002]:** Investor Relations – Konzerninformationen – Ratings, [http://group.deutsche-bank.de/ir/deu/ir\\_group\\_information/ir\\_ratings/](http://group.deutsche-bank.de/ir/deu/ir_group_information/ir_ratings/) (Datum des Zugriffs: 24. September 2002)

**Deutscher Investor Relations Kreis (DIRK) [2002]:** Definition der Investor Relations, <http://www.dirk.org/sw100.asp> (Datum des Zugriffs: 20. August 2002)

**Deutsches Aktieninstitut [DAI 2002a]:** DAI-Factbook 2002, Frankfurt, 2002

**Deutsches Aktieninstitut [DAI 2002b]:** Moderater Rückgang der Aktionärszahlen – DAI-Kurzstudie 3/2002, 18. Juli 2002, [http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/-LookupDL/58D0ADA621CFD0E9C1256BF90059DC0C/\\$File/-Stu\\_3\\_2002\\_Aktionaerszahlen.pdf](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/-LookupDL/58D0ADA621CFD0E9C1256BF90059DC0C/$File/-Stu_3_2002_Aktionaerszahlen.pdf) (Datum des Zugriffs: 26. Juli 2002)

**Diehl, Ulrike [1998] :** Effiziente Kapitalmarktkommunikation, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1998

**Diehl, Ulrike [2001]:** Investmentanalysten. In: Achleitner, Ann-Kristin / Bassen, Alexander (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2001

**DIS AG [2002]:** Corporate Governance („Code of Best Practice“)

**Döring, Claus [2002]:** Wider die Selbstbedienung. In: Finanzplatz, 5/2002, S. 10

**Douglas Holding AG [2001]:** Corporate Governance-Grundsätze der Douglas Holding AG, 27. Juni 2001, <http://www.douglas-holding.de/pdf/CGG.pdf> (Datum des Zugriffs: 10. September 2002)

**Dürr, Michael [1995]:** Investor Relations : Handbuch für Finanzmarketing und Unternehmenskommunikation, München: Oldenbourg, 1995

**Dunsch, Jürgen [2002]:** Mit Erfolgsbonus und Sanierungsprämie: Zur Managervergütung. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 1. Juli 2002, S. 11

**DVFA [2001]:** Transparenz der Corporate Governance in Deutschland wichtig, 6. März 2001, [http://www.dvfa.de/presse/pm\\_20010306.htm](http://www.dvfa.de/presse/pm_20010306.htm) (Datum des Zugriffs: 25. Juli 2002)

**DWS [2001]:** DWS Corporate Governance Survey 2001, Juli 2001, [http://www.manager-magazin.de/static/stoxx50\\_ranking.pdf](http://www.manager-magazin.de/static/stoxx50_ranking.pdf) (Datum des Zugriffs: 30. Juli 2002)

- DWS [2002]:** DWS Corporate Governance Survey, September 2002, [http://info.dws.de/dws/news.nsf/doc/ALUT-5E6GSS/\\$file/CorporateGovernance02.pdf](http://info.dws.de/dws/news.nsf/doc/ALUT-5E6GSS/$file/CorporateGovernance02.pdf) (Datum des Zugriffs: 24. September 2002)
- Egerer, Sandra [2001]:** Anforderungen der Analysten an die IR-Arbeit. In: Kirchhoff, Klaus Rainer / Piwinger, Manfred (Hrsg.): Die Praxis der Investor-Relations : effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt, Neuwied, Kriftel: Luchterhand, 2001
- Ehrhardt, Olaf / Nowak, Eric [2002]:** Die Durchsetzung von Corporate-Governance-Regeln. In: Die Aktiengesellschaft, 6/2002, S. 336-345
- European Commission [2002]:** Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States, Januar 2002, [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt-part1\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf) (Datum des Zugriffs: 8. August 2002)
- Faltz, Florian [1999]:** Investor Relations und Shareholder Value, Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 1999
- Fard-Yazdani, Daniel [2002]:** Die Internetseiten als IR-Instrument einer guten Corporate Governance. In: Sommer, Heike K. (Hrsg.): Being public: Aktiengesellschaft – Neue Medien – Investor Relations – Corporate Governance, Heidelberg: C. F. Müller Verlag, 2002
- FD Morgen-Walke [2002]:** Corporate Governance Survey, August 2002, <http://www.fd-international.com/FDnews/FDMWCorpGovernanceSurvey.pdf> (Datum des Zugriffs: 5. September 2002)
- Finanzplatz e.V. [2000]:** Corporate Bonds – Der Markt für Unternehmensanleihen in Deutschland, 5. April 2000, [http://www.finanzplatz.de/INTERNET/FPLATZ3/-fplatz3.nsf/0/F08CE0DF8D6B3E2841256960005941F8/\\$file/Position\\_Corporate\\_Bonds.pdf](http://www.finanzplatz.de/INTERNET/FPLATZ3/-fplatz3.nsf/0/F08CE0DF8D6B3E2841256960005941F8/$file/Position_Corporate_Bonds.pdf) (Datum des Zugriffs: 4. September 2002)
- Finanzplatz e.V. / Invesco [2002]:** German Institutional Asset Management Survey 2002: 3. Studie zum Anlageverhalten institutioneller Investoren in Deutschland, Juli 2002
- Fischer, Thomas R. [2001]:** Corporate Governance – Challenges of Increased Management Accountability. In: Schwalbach, Joachim (Hrsg.): Corporate Governance – Essays in Honor of Horst Albach, Berlin: Springer, 2001
- Fuchs Petrolub AG [2002]:** Corporate-Governance-Kodex – Erstausgabe 2002/2003, Mannheim, Juni 2002

- GEHE AG [2002]:** Investor Relations – Corporate Governance – Risikomanagement, [http://www.gehe.de/aw/mainModules/main.jhtml?navid=20-47-40&nav-template=universal&navxml=%2Frepositories%2FProfil%2FUniversal\\_Cat%2FCorporateGovernance%2FRiskManagement.xml&navset=notSet&dP=notSet&dP1=notSet&dP2=notSet&lg=de](http://www.gehe.de/aw/mainModules/main.jhtml?navid=20-47-40&nav-template=universal&navxml=%2Frepositories%2FProfil%2FUniversal_Cat%2FCorporateGovernance%2FRiskManagement.xml&navset=notSet&dP=notSet&dP1=notSet&dP2=notSet&lg=de) (Datum des Zugriffs: 12. September 2002)
- Gelhausen, Hans Friedrich / Hönsch, Henning [2002]:** Deutschen Corporate Governance Kodex und Abschlussprüfung. In: Die Aktiengesellschaft, 10/2002, S. 529-535
- Gesetzesentwurf der Bundesregierung [Gesetzesentwurf TransPuG 2002]** (Stand: 6. Februar 2002) – Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz)
- Gildemeister AG [2001]:** Geschäftsbericht 2001
- Gowers, Andrew [2001]:** Investor Relations aus Sicht eines Finanzjournalisten. In: Kirchhoff, Klaus Rainer / Piwinger, Manfred (Hrsg.): Die Praxis der Investor-Relations : effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt, Neuwied, Kriftel: Luchterhand, 2001
- GPC-Biotech AG [2002]:** Investoren – Corporate Governance, [http://www.gpc-biotech.com/de\\_index.html](http://www.gpc-biotech.com/de_index.html) (Datum des Zugriffs: 12. September 2002)
- Grundsatzkommission Corporate Governance [2000]:** Corporate Governance-Grundsätze („Code of Best Practice“) für börsennotierte Gesellschaften, Juli 2000, [http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/LookupDL/9F31DE0AC7378FF-DC1256B29005EAA3B/\\$File/code0700d.pdf](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/LookupDL/9F31DE0AC7378FF-DC1256B29005EAA3B/$File/code0700d.pdf) (Datum des Zugriffs: 8. August 2002)
- Hansen, Jürgen Rolf [2000]:** Professionelles Investor-Relations-Management, Landsberg/Lech: Verlag Moderne Industrie, 2000
- Heinrich, Ralph P. [2001]:** Corporate Governance – Die Bedeutung komplementärer Elemente für konsistente Reformen. In: Die Weltwirtschaft, 4/2001, S. 379-401
- Hochschwimmer, Georg [2002]:** Financial Research als Instrument der Investor Relations und Corporate Governance. In: Sommer, Heike K. (Hrsg.): Being public: Aktiengesellschaft – Neue Medien – Investor Relations – Corporate Governance, Heidelberg: C. F. Müller Verlag, 2002
- Hocker, Ulrich [2001]:** Investor Relations aus Sicht der Privatanleger. In: Achleitner, Ann-Kristin / Bassen, Alexander (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2001
- Höft & Wessel AG [2002]:** Aktie – Corporate Governance, <http://www.hoeftwessel.de/aktie.htm> (Datum des Zugriffs: 16. September 2002)

**Hommelhoff, Peter [2002]:** Für ein spezifisch deutsches Durchsetzungssystem – Schaffung einer Kontrollinstanz zur Sicherstellung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Enforcement-Systems. In: Die Wirtschaftsprüfung, Sonderheft 2002 „Reformbedarf der deutschen Corporate Governance im globalen Wettbewerb“, S. 39-50

**Hopt, Klaus J. [2001]:** Das System der Unternehmensüberwachung in Deutschland. In: Institut der Wirtschaftsprüfer IDW (Hrsg.): Kapitalmarktorientierte Unternehmensüberwachung: Chancen und Risiken, Düsseldorf: IDW-Verlag, 2001

**Hopt, Klaus J. [2002]:** Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts – Zum Bericht der Regierungskommission Corporate Governance. In: Hommelhoff, Peter (Hrsg.): Corporate Governance, Heidelberg: Verlag Recht und Wirtschaft, 2002

**Hütten, Christoph [2002]:** Unternehmenseigener Corporate-Governance-Kodex – Zuverlässigkeit und Sinnhaftigkeit in Zeiten von TransPuG und Deutschem Kodex. In: Betriebs-Berater, 34/2002, S. 1740-1742

**Humbert, Christian [2001]:** Anforderungen institutioneller Anleger an die Investor Relations. In: Kirchhoff, Klaus Rainer / Piwinger, Manfred (Hrsg.): Die Praxis der Investor-Relations : effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt, Neuwied, Kriftel: Luchterhand, 2001

**Ihrig, Hans-Christoph / Wagner, Jens [2002]:** Die Reform geht weiter: Das Transparenz- und Publizitätsgesetz kommt. In: Betriebs-Berater, 16/2002, S. 789-797

**Infineon Technologies AG [2002]:** Aktienregister-Service, [http://www.infineon.com/boerse/german1/shregister\\_service.htm](http://www.infineon.com/boerse/german1/shregister_service.htm) (Datum des Zugriffs: 13. September 2002)

**IXOS Software AG [2002]:** Investor Relations – Corporate Governance, <http://www.ixos.de/local/de/investors/governance/index.html> (Datum des Zugriffs: 20. September 2002)

**Jocham, Andrea / Heilmann, Dirk H. [2002]:** Daimler-Finanzchef fordert Euro-SEC. In: Handelsblatt online, 30. Juli 2002, <http://www.handelsblatt.com/hbiwwangebot/-fn/rehbi/sfn/buildhbi/cn/GoArt!200007,200029,551409/SH/0/depot/0/index.html> (Datum des Zugriffs: 5. August 2002)

**Kirchhoff, Klaus Rainer [2000]:** Die Grundlagen der Investor Relations. In: Kirchhoff, Klaus Rainer / Piwinger, Manfred (Hrsg.): Die Praxis der Investor-Relations : effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt, Neuwied, Kriftel: Luchterhand, 2000

- Kirchhoff, Klaus Rainer [2001]:** Grundlagen der Investor Relations. In: Kirchhoff, Klaus Rainer / Piwinger, Manfred (Hrsg.): Die Praxis der Investor-Relations : effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt, Neuwied, Kriftel: Luchterhand, 2001
- Kiss, Patrick [2002]:** Investor Relations im Internet – Demokratisierung der Aktionärsinformation. In: Nippa, Michael / Petzold, Kerstin / Kürsten, Wolfgang (Hrsg.): Corporate Governance – Herausforderungen und Lösungsansätze, Heidelberg: Physica-Verlag, 2002
- Klein, Joachim / Claussen, Rainer [2000]:** Fremdkapital – neue Welten für Investor Relations? In: Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, Wiesbaden: Gabler, 2000
- Kreitmeier, Florian [2001]:** Corporate Governance: Aufsichtsratsgremien und Unternehmensstrategien, Herrsching: Verlag Barbara Kirsch, 2001
- Kremer, Thomas [2002]:** Der Corporate Governance Kodex – Verpflichtung der Emittenten und Signal für Investoren (Powerpoint Präsentation zum DAI-Seminar „Corporate Governance im Wandel: TransPuG und Cromme-Kodex“ am 28. Mai 2002, Frankfurt am Main)
- Küsters, Elmar A. [2002]:** Corporate Governance im basalen Prozeß der Organisation. In: Kahle, Egbert (Hrsg.): Organisatorische Veränderungen und Corporate Governance, Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2002
- Lenz, Natascha [2002a]:** Corporate-Governance-Umfrage: Durchblick mit Hindernissen. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung online, 8. August 2002, <http://www.faz.net/IN/INtemplates/faznet/default.asp?tpl=uptoday/content.asp&doc={C4CCA83E-47B6-45E9-AA3C-48009C49EC93}&rub={3B218613-44DF-4BB7-945F-342BAF3A6A1E}> (Datum des Zugriffs: 9. August 2002)
- Lenz, Natascha [2002b]:** Interview mit Jens Wolfram: Der Kapitalmarkt entscheidet. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung online, 8. August 2002, <http://www.faz.net/IN/INtemplates/faznet/default.asp?tpl=uptoday/content.asp&doc={D501013C-3E0A-455C-986A-3C370ADB599E}&rub={3B218613-44DF-4BB7-945F-342BAF3A6A1E}> (Datum des Zugriffs: 9. August 2002)
- Loewe AG [2002]:** Corporate Governance-Grundsätze der Loewe AG, [http://www.lhs.loewe.de/downloads/Grundsaeetze\\_Loewe\\_Scheffler.pdf](http://www.lhs.loewe.de/downloads/Grundsaeetze_Loewe_Scheffler.pdf) (Datum des Zugriffs: 10. September 2002)
- Lutter, Marcus [2001]:** Vergleichende Corporate Governance – Die deutsche Sicht. In: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 2/2001, S. 224-237

- Malik, Fredmund [2002]:** Die Neue Corporate Governance – Richtiges Top-Management – Wirksame Unternehmensaufsicht, Frankfurt: Frankfurter Allgemeine Buch, 2002
- Mattheus, Daniela [2001]:** Mängel in der Abschlussprüfung. In: Lutter, Marcus (Hrsg.): Der Wirtschaftsprüfer als Element der corporate governance, Düsseldorf: IDW-Verlag, 2001
- McKinsey&Company [2002]:** Global Investor Opinion Survey: Key Findings, Juli 2002, [http://www.mckinsey.de/\\_downloads/Presse/-global\\_investor\\_opinion\\_survey\\_2002.pdf](http://www.mckinsey.de/_downloads/Presse/-global_investor_opinion_survey_2002.pdf) (Datum des Zugriffs: 8. August 2002)
- MEDION AG [2002]:** Investor Relations, <http://www.medion.de/> (Datum des Zugriffs: 12. September 2002)
- Mindermann, Hans-Hermann [2000]:** Investor Relations – eine Definition. In: Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, Wiesbaden: Gabler, 2000
- MLP AG [2002]:** Startseite, <http://www.mlp.de> (Datum des Zugriffs: 12. September 2002)
- Münchener Rück AG [2001]:** Geschäftsbericht 2001
- Nassauer, Frank [2000]:** Corporate Governance und die Internationalisierung von Unternehmen, Frankfurt am Main: Europäischer Verlag der Wissenschaften, 2000
- National Investor Relations Institute (NIRI) [2002]:** About NIRI – Definition of Investor Relations, <http://www.niri.org/about/index.cfm> (Datum des Zugriffs: 16. August 2002)
- Nippa, Michael [2002]:** Alternative Konzepte für eine effiziente Corporate Governance – Von Trugbildern, Machtansprüchen und vernachlässigten Ideen. In: Nippa, Michael / Petzold, Kerstin / Kürsten, Wolfgang (Hrsg.): Corporate Governance – Herausforderungen und Lösungsansätze, Heidelberg: Physica-Verlag, 2002
- Nix, Petra [2000]:** Die Zielgruppen von Investor Relations. In: Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, Wiesbaden: Gabler, 2000
- Noack, Ulrich [2002]:** Neuerungen im Recht der Hauptversammlung durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz und den Deutschen Corporate Governance Kodex. In: Der Betrieb, 12/2002, S. 620-626
- o.V. [2002a]:** „Wir brauchen ehrbare Kaufleute“. In: Handelsblatt online, 26. Juni 2002, <http://www.handelsblatt.com/hbiwwwangebot/fn/relhbi/sfn/buildhbi/cn/GoArt!200012,203828,541249/SH/0/depot/0/index.html> (Datum des Zugriffs: 4. Juli 2002)

- o.V. [2002b]:** Anforderungen der BAFin an Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach § 15 WpHG. In: Die Aktiengesellschaft, 9/2002, S. R 352-R 354
- o.V. [2002c]:** Arbeitsbeschaffung. In: dossier Business, 27/2002 - Sonderdruck mit Schwerpunktthema Corporate Governance, S. 1
- o.V. [2002d]:** Breite Front gegen steigende Manager-Bezüge. In: Handelsblatt online, 16. Juni 2002, <http://www.handelsblatt.com/hbiwwwangebot/fn/relhbi/sfn/buildhbi/-cn/GoArt!200014,200813,538732/SH/0/depot/0/index.html> (Datum des Zugriffs: 4. Juli 2002)
- o.V. [2002e]:** Deutsche Börse stellt Aktienindizes auf Streubesitz um: Vorläufige Gewichtung der Unternehmen. In: 7-8/2002, S. 467-468
- o.V. [2002f]:** Die Millionen-Männer. In: Manager Magazin online, 3. August 2002, <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/vorstandsgehaelter/-0,2828,148393,00.html> (Datum des Zugriffs: 20. August 2002)
- o.V. [2002g]:** Finanzdienstleistungsaufsicht – Eichel plant schärfere Bilanzpolizei. In: Süddeutsche Zeitung online, 3. September 2002, <http://www.sueddeutsche.de/-index.php?url=/wirtschaft/aktuell/51612&datei=index.php> (Datum des Zugriffs: 24. September 2002)
- o.V. [2002h]:** Juristentag fordert besseren Anlegerschutz. In: Süddeutsche Zeitung, 21. September 2002, S. 31
- o.V. [2002i]:** Schadensersatz – Gericht weist Klage gegen Infomatec ab. In: Handelsblatt, 2. Oktober 2002, S. 36
- o.V. [2002j]:** Sollen statt müssen. In: Manager Magazin online, 29. Mai 2002, <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,191869,00.html> (Datum des Zugriffs: 19. Juli 2002)
- o.V. [2002k]:** Telekom Vorstandsgehälter: Regierung goutierte Gehaltserhöhungen. In: Süddeutsche Zeitung online, 12. Juli 2002, <http://www.sueddeutsche.de/index.php?url=/wirtschaft/aktuell/48201&datei=index.php> (Datum des Zugriffs: 20. August 2002)
- o.V. [2002l]:** USA: Forschungsgruppe verlangt strengere Bilanzierungsregeln für Stock Options. In: Finanz Betrieb Newsletter Nr. 13 vom 20. September 2002, [http://www.vhb.de/finanz-betrieb/produkte/newsletter/newsletter\\_13\\_02.pdf](http://www.vhb.de/finanz-betrieb/produkte/newsletter/newsletter_13_02.pdf) (Datum des Zugriffs: 21. September 2002), S. 9
- o.V. [2002m]:** Zu niedrig gesprungen. In: Stern online, Ende 2000, <http://www.stern.de/wirtschaft/spezial/2000/10/11/shareholder2.html> (Datum des Zugriffs: 24. Juli 2002)
- Pandatel AG [2002]:** Online-Geschäftsbericht 2001, <http://gb01.pandatel.de/> (Datum des Zugriffs: 15. September 2002)

- Pellens, Bernhard / Hillebrandt, Franca / Ulmer, Björn [2001]:** Umsetzung von Corporate-Governance-Richtlinien in der Praxis – Eine empirische Analyse der DAX 100-Unternehmen. In: Betriebs-Berater, 24/2001, S. 1243-1250
- Peltzer, Martin / von Werder, Axel [2001]:** Der „German Code of Corporate Governance (GCCG)“ des Berliner Initiativkreises. In: Die Aktiengesellschaft, 1/2001, S. 1-15
- Pfeil, Christian M. [2002]:** Capital structure, managerial incentives and corporate governance, Frankfurt am Main: Peter Lang, 2002
- Piwinger, Boris [2001]:** Investor Relations aus Sicht des Internet-Investors. In: Kirchhoff, Klaus Rainer / Piwinger, Manfred (Hrsg.): Die Praxis der Investor-Relations : effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt, Neuwied, Kriftel: Luchterhand, 2001
- Pfitzer, Norbert / Oser, Peter / Orth, Christian [2002a]:** Zur Reform des Aktienrechts, der Rechnungslegung und Prüfung durch das TransPubG. In: Der Betrieb, 4/2002, S. 157-165
- Pfitzer, Norbert / Oser, Peter / Wader, Dominic [2002b]:** Die Entsprechenserklärung nach § 161 AktG – Checkliste für Vorstände und Aufsichtsräte zur Einhaltung der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. In: Der Betrieb, 22/2002, S. 1120-1123
- Pohle, Klaus / von Werder, Axel [2001]:** Die Einschätzung der Kernthesen des German Code of Corporate Governance (GCCG) durch die Praxis. In: Der Betrieb, 21/2001, S. 1101-1107
- Potthoff, Erich [1996]:** Board-System versus duales System der Unternehmensverwaltung – Vor- und Nachteile. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 3/1996, S. 253-268
- Pricewaterhouse Coopers / Wolff & Häcker Finanzconsulting AG [PwC / whf 2002]:** Investor Relations und Shareholder Value am Neuen Markt, Frankfurt am Main: Fachverlag Moderne Wirtschaft, 2001
- PRO DV Software AG [2002]:** Investor Relations – Corporate Governance, 2. Juli 2002, <http://www.prodv.de/ir/default.htm> (Datum des Zugriffs: 12. September 2002)
- Putzhammer, Heinz [2002]:** Die Rolle der Mitbestimmung für eine kontinuierliche Unternehmenswertsteigerung. In: Nippa, Michael / Petzold, Kerstin / Kürsten, Wolfgang (Hrsg.): Corporate Governance – Herausforderungen und Lösungsansätze, Heidelberg: Physica-Verlag, 2002

- RAG [2002]:** Übernahmeangebot an alle Aktionäre der Degussa AG, [http://195.243.227.126/de\\_home.php](http://195.243.227.126/de_home.php) (Datum des Zugriffs: 12. September 2002)
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex [Regierungskommission 2001]:** Ausführungen von Dr. Gerhard Cromme anlässlich der Veröffentlichung des Entwurfs Deutscher Corporate Governance-Kodex, 18. Dezember 2001, <http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/RedeDrCromme.pdf> (Datum des Zugriffs: 8. August 2002)
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex [Regierungskommission 2002]:** Ausführungen von Dr. Gerhard Cromme anlässlich der Pressekonferenz nach Übergabe des Deutschen Corporate Governance-Kodex, 26. Februar 2002, <http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/RedeDrCromme-Uebergabede.pdf> (Datum des Zugriffs: 8. August 2002)
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex [Kodex]:** Deutscher Corporate Governance Kodex, Düsseldorf, 2002
- Remsperger, Hermann [2001]:** BIS Review 90/2001 – Financial market trends in Germany, 29. Oktober 2001, <http://www.bis.org/review/r011030d.pdf> (Datum des Zugriffs: 4. September 2002)
- SAP AG [2002a]:** Unternehmen – Corporate Governance – Organe der SAP: Aufsichtsrat, <http://www.sap-ag.de/germany/aboutSAP/cgovernance/triangle/cgausschuesse.asp> (Datum des Zugriffs: 12. September 2002)
- SAP AG [2002b]:** Unternehmen – Corporate Governance – Organe der SAP: Überblick, <http://www.sap-ag.de/germany/aboutSAP/cgovernance/triangle/index.asp> (Datum des Zugriffs: 12. September 2002)
- Scherrer, Gerhard [2000]:** Namensaktien, Juli 2000, <http://www-cgi.uni-regensburg.de/Fakultaeten/WiWi/scherrer/edu/opi/namensaktiengesetz.html> (Datum des Zugriffs: 2. August 2002)
- Schilling, Florian [2002]:** Corporate Governance – Form oder Inhalt. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 27. Mai 2002, S. 25
- Schmidt, Stefan Marcus [2001]:** Corporate Governance in deutschen und amerikanischen Aktiengesellschaften, Frankfurt am Main: Lang, 2001
- Schneider, Jürgen [2000]:** Erfolgsfaktoren der Unternehmensüberwachung, Berlin: Erich Schmidt Verlag, 2000
- Schneider, Uwe [2002]:** Meldepflichtige Wertpapiergeschäfte von Organmitgliedern („Directors’ Dealings“) im Konzern. In: Die Aktiengesellschaft, 9/2002, S. 473-477
- Schneider, Uwe H. [2001]:** Corporate Governance und Kapitalmarkt. In: Österreichisches Bank-Archiv, 4/2001, S. 275-276

**Schruff, Wienand [2001]:** Unternehmensüberwachung und Abschlußprüfer. In: Institut der Wirtschaftsprüfer IDW (Hrsg.): Kapitalmarktorientierte Unternehmensüberwachung: Chancen und Risiken, Düsseldorf: IDW-Verlag, 2001

**Schüppen, Matthias [2002]:** Der Kodex – Chancen für den Deutschen Kapitalmarkt! In: Der Betrieb, 22/2002, S. 1117-1119

**Schumacher, Claudia / Schwartz, Stefan / Lüke, Stephan [2001]:** Investor-relations-Management und Ad-hoc-Publizität: so erfüllen Sie die gesetzlichen Vorgaben und die Forderungen der Kapitalanleger, München: Beck, 2001

**Schweizerisches Bundesamt für Sozialversicherung [2001]:** Bericht des Ausschusses Anlagefragen der Eidg. Kommission für die berufliche Vorsorge (Mai 2001): „Aktienrechtliche Machtballung der Vorsorgeeinrichtungen“, <http://www.vorsorgeforum.ch/DE/Grundlagen/Kapitalanlagen/BVG-Kommission%20Machtballung.pdf> (Datum des Zugriffs: 30. August 2002)

**Seibert, Ulrich [2002]:** Im Blickpunkt: Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist da. In: Betriebs-Berater, 12/2002, S. 581-584

**Seibt, Christoph H. [2002]:** Deutscher Corporate Governance Kodex und Entsprechenserklärung (§ 161 AktG-E). In: Die Aktiengesellschaft, 5/2002, S. 249-259

**Seifert, Werner G. / Voth, Hans-Joachim [2002]:** Kursverluste, Konkurse, „Kapital“verbrechen – Für eine Allianz von aufgeklärten Bürgern und starkem Staat. In: Seifert, Werner G. / Voth, Hans-Joachim (Hrsg.): Krise des Kapitalismus und Neuorientierung der Wirtschaftspolitik – Diskussionsbeiträge, Frankfurt: F.A.Z.-Institut, 2002, S. 5-10

**Seifert, Werner G. [2002]:** Vom Nutzen der Ungeduld – ‚Short Termism‘ und die schleichende Krise des deutschen Corporate-Governance-Modells. In: Finanzplatz e.V. Hintergründe, <http://www.finanzplatz.de/> (Datum des Zugriffs: 10. August 2002)

**Siersleben, Kirsten [1999]:** Investor-Relations-Management : unter besonderer Berücksichtigung deutscher Großbanken, Frankfurt am Main: Lang, 1999

**Sinnhuber, Denise [2001]:** Glasnost und Perestroika im Büro – Mitarbeiter sind eine wichtige IR-Zielgruppe. In: GoingPublic, Sonderausgabe „Investor Relations“ 2001, S. 60

**Sommer, Heike K. [2002a]:** Corporate Governance bei Aktiengesellschaften. In: Sommer, Heike K. (Hrsg.): Being public: Aktiengesellschaft – Neue Medien – Investor Relations – Corporate Governance, Heidelberg: C. F. Müller Verlag, 2002

**Sommer, Heike K. [2002b]:** Der 1. Deutsche Corporate Governance-Kodex. In: Sommer, Heike K. (Hrsg.): Being public: Aktiengesellschaft – Neue Medien – Investor Relations – Corporate Governance, Heidelberg: C. F. Müller Verlag, 2002

**Spindler, Gerald [2000]:** Internet und Corporate Governance – ein neuer virtueller (T)Raum? In: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 3/2000, S. 421-445

**Steiger, Max [2000]:** Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2000

**Strenger, Christian [2001a]:** Corporate Governance für Neue-Markt-Unternehmen. In: Achleitner, Ann-Kristin / Bassen, Alexander (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2001

**Strenger, Christian [2001b]:** Erfahrungen mit der Umsetzung von Corporate Governance in Deutschland. In: von Rosen, Rüdiger (Hrsg.): Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 15: Corporate Governance – Nutzen und Umsetzung, Frankfurt am Main: Juni 2001

**Strenger, Christian [2002]:** Corporate Governance in Deutschland. In: Finanzplatz e.V. Newsletter, Mai 2002, <http://www.finanzplatz.de/INTERNET/FPLATZ3/-fplatz3.nsf/WebMaskenformeln/B1A986148398016CC1256BC6005EE8CA?opendocument> (Datum des Zugriffs: 7. August 2002)

**Täubert, Anne [1998]:** Unternehmenspublizität und Investor Relations : Analyse von Auswirkungen der Medienberichterstattung auf Aktienkurse, Münster: LIT, 1998

**ThyssenKrupp AG [2002a]:** Investor Relations – Corporate Governance – Aufsichtsrat - Vergütung, <http://www.thyssenkrupp.de/index.html?lang=ger&id=investor/-verguetung-aufsichtsrat.html> (Datum des Zugriffs: 12. September 2002)

**ThyssenKrupp AG [2002b]:** Investor Relations – Corporate Governance – LTM-Incentiveplan, <http://www.thyssenkrupp.de/index.html?lang=ger&id=investor/ltm-incentiveplan.html> (Datum des Zugriffs: 12. September 2002)

**ThyssenKrupp AG [2002c]:** Investor Relations – Corporate Governance - Vorstand, <http://www.thyssenkrupp.de/index.html?lang=ger&id=investor/vorstand.html> (Datum des Zugriffs: 12. September 2002)

**Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) [TransPuG 2002],** Stand: 19. Juli 2002, Bundesgesetzblatt Jahrgang 2002 Teil I Nr. 50, ausgegeben zu Bonn am 25. Juli 2002

**Ulmer, Peter [2002]:** Der Deutsche Corporate Governance Kodex – ein neues Regulierungsinstrument für börsennotierte Aktiengesellschaften. In: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 2/2002, S. 150-181

**Utzig, Siegfried [2002]:** Corporate Governance, Shareholder Value und Aktienoptionen – die Lehren aus Enron, Worldcom und Co. In: Die Bank, 9/2002, S. 594-597

- Valcárcel, Sylvia [2002]:** Theorie der Unternehmung und Corporate Governance : eine vertrags- und ressourcenbezogene Betrachtung, Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2002
- Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH und GWP media-marketing [2002]:** Investor Relations-Monitor 2002, Düsseldorf, 2002
- Volk, Gerrit [2001]:** Deutsche Corporate Governance-Konzepte. In: Deutsches Steuerrecht, 10/2001, S. 412-416
- Von Rosen, Rüdiger [2001a]:** Corporate Governance: Eine Bilanz. Die Bank, 4/2001. [http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai\\_unsere\\_themen.htm](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_unsere_themen.htm) (Datum des Zugriffs: 6. August 2002)
- Von Rosen, Rüdiger [2001b]:** Die Informationspolitik muss überzeugen. In: Handelsblatt, 18. September 2001, S. B1
- Von Rosen, Rüdiger (Hrsg.) [2002]:** Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 16: Investor-Relations-Portale im Internet und ihre Bedeutung für kleine und mittlere Aktiengesellschaften, Frankfurt am Main: Januar 2002
- Von Werder, Axel [2002]:** Der Deutsche Corporate Governance Kodex – Grundlagen und Einzelbestimmungen. In: Der Betrieb, 16/2002, S. 801-810
- W.E.T. Automotive Systems AG [2002]:** Geschäftsbericht 2001/2002
- Wels, Thomas / Scholz, Frank [2002]:** Corporate Governance wird zum Schlüsselkriterium für Investoren. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 8. Juli 2002, S. 18
- Westerheide, Peter [2002]:** Neue Regelungen zur Steigerung der Transparenz am Kapitalmarkt. In: Finanzplatz, 4/2002, S. 6-10
- Will, Markus / Wolters, Anna-Lisa [2001]:** Finanzkommunikation im Internet. In: PR-Magazin, 11/2001, S. 47-54
- Witt, Peter [2000]:** Corporate Governance im Wandel – Auswirkungen des Systemwettbewerbs auf deutsche Aktiengesellschaften. In: Zeitschrift für Organisation, 3/2000, S. 159-163
- Witt, Peter [2002]:** Grundprobleme der Corporate Governance und international unterschiedliche Lösungsansätze. In: Nippa, Michael / Petzold, Kerstin / Kürsten, Wolfgang (Hrsg.): Corporate Governance – Herausforderungen und Lösungsansätze, Heidelberg: Physica-Verlag, 2002
- Wolf, Martin [2002]:** Corporate Governance – Der Import angelsächsischer „Self-Regulation“ im Widerstreit zum deutschen Parlamentsvorbehalt. In: Zeitschrift für Rechtspolitik, 2/2002, S. 59-60

**Wolff, Ulrik [2000]:** Beteiligungsbesitz und Corporate Governance: Eine Effizienzanalyse institutioneller Finanzierungsbeziehungen, Wiesbaden: Gabler, 2000

**Wolfram, Jens [2002]:** Welche Rolle wird die Corporate Governance-Performance eines Unternehmens vor dem Hintergrund des Cromme-Kodex künftig in seiner Kapitalmarktkommunikation spielen? (Redemanuskript zum media coffee von news aktuell am 25. Juni 2002)

**Worldbank [1999]:** Corporate Governance: A framework for implementation – Overview, September 1999, <http://www.worldbank.org/html/fpd/privatesector/cg/docs/-gcgfbooklet.pdf> (Datum des Zugriffs: 26. Juli 2002)

**Wulfetange, Jan [2002]:** Corporate Governance – Neue Herausforderung für die deutsche Industrie?. In: Nippa, Michael/Petzold, Kerstin/Kürsten, Wolfgang (Hrsg.): Corporate Governance – Herausforderungen und Lösungsansätze, Heidelberg: Physica-Verlag, 2002

**Zehfuß, Gerhard [2002]:** Corporate Governance Kodex soll jährlich überprüft werden. In: vwd online, 3. Juli 2002, [http://www.vwd.de/cms/Dispatcher/message?messageid=-480423&base=/news/wirtschaft\\_politik](http://www.vwd.de/cms/Dispatcher/message?messageid=-480423&base=/news/wirtschaft_politik) (Datum des Zugriffs: 24. Juli 2002)

**Zitzelsberger, Siegfried [2002]:** Begrüßung zum IDW-Symposium. In: Die Wirtschaftsprüfung, Sonderheft 2002 „Reformbedarf der deutschen Corporate Governance im globalen Wettbewerb“, S. 4-5

## Erklärung

Hiermit erkläre ich, dass ich die vorliegende Diplomarbeit selbständig angefertigt habe. Es wurden nur die in der Arbeit ausdrücklich benannten Quellen und Hilfsmittel benutzt. Wörtlich oder sinngemäß übernommenes Gedankengut habe ich als solches kenntlich gemacht.

---

Ort, Datum

---

Unterschrift