

Corporate Governance Survey 2004

- **Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodexes**
- **Corporate Governance in der Kapitalmarkt-Kommunikation deutscher Unternehmen**

Eine Studie von ergo Kommunikation, Köln / Frankfurt am Main

Juni 2004

Gastbeitrag:

„Rechtliche Aspekte der Empfehlungen des
Corporate Governance Kodexes zur Organvergütung“
von Dr. Lutz Angerer, LL.M., Rechtsanwalt und Partner, Lovells

Inhalt

1	Executive Summary	4
2	Aufgabenstellung und Methodik	6
2.1	Fokus der Studie	6
2.2	Methodik	7
2.2.1	Grundgesamtheit der Unternehmen	7
2.2.2	Problematik des Vorjahresvergleichs	9
2.2.3	Aufbau der Studie	9
3	Akzeptanz des deutschen Corporate Governance Kodexes	10
3.1	Empfehlungen des Kodexes in der Fassung vom 21. Mai 2003	10
3.1.1	Abweichungen im Vorjahresvergleich	10
3.1.2	Problematische Kodex-Empfehlungen	11
3.1.2.1	Aktionäre und Hauptversammlung	12
3.1.2.2	Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat	12
3.1.2.3	Vorstand	13
3.1.2.4	Aufsichtsrat	16
3.1.2.5	Transparenz	18
3.1.2.6	Rechnungslegung und Abschlussprüfung	18
3.2	Anregungen des Kodexes in der Fassung vom 21. Mai 2003	20
4	Kommunikative Aufbereitung des Themas Corporate Governance	21
4.1	Qualität der Entsprechenserklärung	21
4.1.1	„Comply or explain“ – Begründung von Abweichungen	21
4.1.2	Eindeutigkeit der Entsprechenserklärung	21
4.1.3	Bezugnahme auf Vergangenheit und Zukunft	22
4.2	Aufbereitung der Thematik im Geschäftsbericht 2003	23
4.2.1	Platzierung der Corporate Governance im Geschäftsbericht	23
4.2.2	Informationsgehalt der Corporate Governance Ausführungen	24
4.2.3	Informationsgehalt des Vergütungsberichts	26
4.3	Verfügbarkeit im Internet	29
4.3.1	Auffindbarkeit der Corporate Governance Ausführungen	29
4.3.2	Informationsgehalt der Website	30
5	Unternehmensspezifisches Scoring	31
5.1	Scoring-Methode	31
5.2	Top Scorer in den jeweiligen Segmenten	32

6	Kommunikative Empfehlungen	34
6.1	„Best Practice“ Entsprechenserklärung	34
6.2	„Best Practice“ Corporate Governance Bericht	34
6.3	„Best Practice“ Vergütungsbericht	35
6.4	Optimierungsmöglichkeiten im Internet	36
	Rechtliche Aspekte der Empfehlungen des Corporate Governance Kodexes zur Organvergütung	37
	<i>von Dr. Lutz Angerer, LL.M., Rechtsanwalt und Partner, Lovells</i>	
	Individualisierte Offenlegung der Organvergütung	37
	Erfolgsorientierte Aufsichtsratsvergütung	39
	Erläuterung der Grundzüge des Vergütungssystems	40
	Anhang	42
	Scoring-Modell	43
	Scoring-Tabellen	45
	Liste der untersuchten Unternehmen	51
	Impressum	57

1 Executive Summary

Zwei Jahre nach seiner Einführung steht der Deutsche Corporate Governance Kodex im Mittelpunkt einer mit Vehemenz geführten Kontroverse über Sinn und Unsinn von Kapitalmarkt-Regulierung. Unternehmensvertreter wie der Lufthansa-Finanzvorstand Dr. Karl-Ludwig Kley sind der Ansicht, dass manche der Kodex-Regeln – insbesondere die Empfehlung zum individualisierten Ausweis der Vorstandsvergütung – für Investoren letztlich nicht von Relevanz sind und mahnen angesichts des Wildwuchses immer neuer Gesetzesvorhaben und Rechnungslegungsstandards eine Regulierungspause an. Investoren und einflussreiche Wirtschaftsmedien kritisieren dagegen die unzureichende Umsetzung eines im internationalen Vergleich ohnehin nicht sehr anspruchsvollen Regelwerks.

Ein Kodex, also eine freiwillige Selbstverpflichtung der Wirtschaft, erfüllt seine Funktion letztlich nur, wenn er auf Akzeptanz der Unternehmen stößt, für die er formuliert wurde. Wird er auf breiter Front abgelehnt, schreitet nicht selten der Gesetzgeber ein. So erging es dem Übernahmekodex, der nicht flächendeckend anerkannt und durch das Übernahmegesetz abgelöst wurde. Droht dem Corporate Governance Kodex – oder zumindest manchen seiner Empfehlungen – ein ähnliches Schicksal?

Eine Frage, die je nach Standpunkt und Interpretation unterschiedlich beantwortet werden wird. ergo Kommunikation hat die Corporate Governance Standards der DAX-, MDAX- TecDAX und SDAX-Unternehmen sowie weiterer 80 Nebenwerte untersucht.* Insgesamt 45 der 65 Empfehlungen wird zu über 90 % entsprochen. Viele Empfehlungen werden heute vollständiger umgesetzt als noch vor einem Jahr, etwa solche zur erfolgsorientierten Vergütung des Aufsichtsrats oder zur zeitigen Veröffentlichung des Konzernabschlusses.

Die Kehrseite der Medaille: Fast jede dritte Empfehlung wird im Durchschnitt von mehr als 10 % der Unternehmen abgelehnt; zehn dieser Empfehlungen finden weniger als 80 % Zustimmung, drei sogar weniger als 60 %. Es überrascht nicht, dass der individuelle Ausweis der Vorstandsvergütung (Akzeptanz bei lediglich 18,4 %) und der Aufsichtsratsvergütung zu den problematischen Empfehlungen gehört. Wegen der Erweiterung des Regelwerks um Empfehlungen, die kaum ein Unternehmen anwenden mag, aber auch der Verschärfung bereits enthaltener Soll-Vorschriften ist die Zahl der Abweichungen insgesamt gestiegen. Immer dann, wenn der Kodex deutlich über die schon vor seiner Verabschiedung gepflegten Usancen hinausgeht und wenn er den Mitgliedern der Organe persönliche Opfer abverlangt (z. B. Selbstbehalt in der D&O Versicherung), kann von einer flächendeckenden Akzeptanz keine Rede sein. Zur Verteidigung der Unternehmen muss angefügt werden, dass nicht in jedem Fall klar ist, wie Empfehlungen im Einzelfall umgesetzt werden können. Dr. Lutz Angerer von Lovells erläutert dies in einem Gastbeitrag anhand der Vergütung der Organe.

In punkto Akzeptanz wird zugleich das Ergebnis unserer Vorjahresstudie bestätigt, dass die Zahl der Abweichungen mit der Größe der Unternehmen abnimmt. Ebenfalls zeigt sich, dass die Nebenwerte im General Standard nach wie vor lückenhafter umsetzen als im Prime Standard. Selbst wenn man von den Totalverweigerern absieht, steigt hier die Zahl der Abweichungen je Unternehmen auf durchschnittlich über neun.

Am teils gleichgültigen, teils oberflächlichen und mitunter gar fahrlässigen Umgang mit den Kommunikationserfordernissen, die aus dem Kodex und dem diesbezüglichen § 161 AktG erwachsen, zeigt sich ebenfalls die geringe Akzeptanz des Regelwerks gerade bei kleineren Unternehmen. Entsprechenserklärungen sind unvollständig und fehlerhaft, Abweichungen bleiben unbegründet, in vielen Geschäftsberichten fehlen Corporate Governance- und Vergütungsbericht, zahlreiche Websites enthalten nicht mehr als die nackte Entsprechenserklärung – und die unverbindlichen Anregungen des Kodexes spielen in der Kommunikation in aller Regel keine Rolle. Überraschend ist bei alledem, dass

* DAX, MDAX, TecDAX und SDAX sind eingetragene Marken der Deutschen Börse AG.

etliche Unternehmen von ihrer eigenen Entsprechenserklärung abweichen – vielleicht aufgrund mangelnder Sorgfalt, aus Unkenntnis oder getreu dem Motto „Wo kein Kläger, da kein Richter“.

Größtenteils wäre mit wenig Aufwand mehr Transparenz zu schaffen. Informationen, die ohnehin schon aufbereitet wurden – etwa der Corporate Governance Bericht des Geschäftsjahres oder der Vergütungsbericht, Satzungen und Geschäftsordnungen – könnten auch auf der Website zum Download angeboten werden. Vielfach geschieht das nicht.

Zugleich ist festzuhalten, dass die Qualität der Corporate Governance Kommunikation nicht allein von der Textmenge abhängt. Viele Berichte nerven die Aktionäre mit Selbstverständlichkeiten („Die XY AG ist eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht...“), gehen aber auf die Maßnahmen im Geschäftsjahr nur unzureichend ein.

Verbessert hat sich hingegen die Aktualität in der Finanzkommunikation, zumindest im Prime Standard. Vier von fünf Unternehmen halten die vom Kodex geforderte 90-Tage-Frist für die Veröffentlichung des Konzernabschlusses ein und unterschreiten diese zum Teil deutlich. Noch weniger Probleme bereitet der Zwischenbericht. Die Anpassung der Prime Standard Fristen an den strengeren Kodex dürfte angesichts der heutigen Fast-Closing-Maßstäbe nur eine Frage der Zeit sein.

Die Umsetzung des Kodexes selbst ist jedoch nicht auf die Zeitfrage zu reduzieren. Im Jahr 2 nach erstmaliger Verabschiedung ist bei problematischen Empfehlungen wenig Bewegung zu erkennen. Nachdem die Kodexkommission den Unternehmen nunmehr die geforderte „Regulierungspause“ verschafft hat und das Regelwerk vorerst unverändert lässt, werden die nächsten Entsprechenserklärungen und Kommunikationsmaßnahmen zeigen, ob dies von kleinen wie großen Werten als Chance begriffen wurde – als Chance, einen Schritt in Richtung noch größerer Akzeptanz zu unternehmen.

Manche Unternehmen haben diese Chance schon genutzt. Auch in diesem Jahr haben wir mit Hilfe eines umfangreichen Kriterienkatalogs die Gesellschaften mit herausragenden Corporate Governance Standards gekürt. Gesamtsieger ist der DAX-Wert Altana, im Bereich der Nebenwerte zeichnet sich Morphosys aus. Benchmark in punkto Corporate Governance Kommunikation ist ce Consumer.

Darüber, ob die im Anhang ausgewiesenen Top-Scorer in der Praxis exzellente Standards an den Tag legen, gibt unserer Ranking allerdings keine Auskunft – ebenso wenig darüber, ob die Thematik hilft, Investoren zu überzeugen. Für kurzfristige Kurskosmetik jedenfalls ist das Thema ungeeignet: Die 70 Unternehmen mit „guten“ oder besseren Standards haben im zurückliegenden Jahr im Durchschnitt nicht besser performed als der Rest.

2 Aufgabenstellung und Methodik

2.1 Fokus der Studie

Die Corporate Governance Studie 2004 von ergo Kommunikation beschäftigt sich wie im Vorjahr mit der Umsetzung der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodexes sowie der diesbezüglichen Kommunikation. Dabei haben wir uns vorwiegend an folgenden Fragestellungen orientiert:

- Welche Abweichungen gibt es vom Deutschen Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 21. Mai 2003?
- Gibt es einen Lern- oder Gewöhnungseffekt – mit der Folge, dass früher problematischen Empfehlungen des Kodexes heute verstärkt entsprochen wird?
- Wie steht es um die Akzeptanz der in der Fassung vom 21. Mai 2003 neu hinzugekommenen sowie konkretisierten Ziffern?
- Welchen Informationsgehalt haben die Entsprechenserklärungen? Sind sie vollständig und unmissverständlich?
- Wie gehen die Unternehmen mit der Thematik im Geschäftsbericht sowie in ihrem Internetauftritt um? Erhalten die Aktionäre des Unternehmens alle relevanten Informationen?

Neu ist die Ausdehnung der Grundgesamtheit der Unternehmen von den Small Caps auf alle Börsensegmente der Frankfurter Wertpapierbörse. Damit wird erstmals auch die Corporate Governance Kommunikation von DAX-, MDAX- und TecDAX-Werten auf den Prüfstand gestellt.

Zugleich haben wir die Kriterien für die Beurteilung der Finanzkommunikation – unter anderem wegen der Anforderungen, die sich aus den neuen Empfehlungen des Kodexes ergeben – wesentlich erweitert:

Unter Ziffer 4.2.3 (Absatz 3) fordert der Kodex nunmehr von den Unternehmen, die Grundzüge ihres Vergütungssystems sowie die konkrete Ausgestaltung des Aktienoptionsplans (oder vergleichbarer Gestaltungen) einschließlich des Werts von Aktienoptionen auf der Internetseite in verständlicher Form bekanntzumachen und im Geschäftsbericht zu erläutern. Unsere Analyse schließt deshalb den Vergütungsbericht in Geschäftsbericht und Internet mit ein.

Ebenso überprüft wurde aufgrund der neuen Empfehlung 4.2.4 (Satz 2), die Vergütung der Vorstandsmitglieder individualisiert auszuweisen, inwieweit die Unternehmen dieser Soll-Vorschrift in der Geschäftsberichts-Saison 2003 nachgekommen sind.

Die Analyse der kommunikativen Aspekte der Entsprechenserklärung selbst erstreckt sich gleichfalls auf neue Elemente. Galt für die Erklärungen des Jahres 2002 noch die Übergangsvorschrift zum § 161 AktG, wonach lediglich zukunftsgerichtet erklärt werden musste, „dass den Empfehlungen der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex entsprochen wird oder welche Empfehlungen nicht angewendet werden“, so bezieht sich die Pflicht zum „comply or explain“ jetzt auch auf den Zeitraum seit der früheren Entsprechenserklärung. Wir haben überprüft, ob die Unternehmen diese Änderung in ihren Compliance-Erklärungen nachvollzogen haben und sauber zwischen Vergangenheit und Zukunft („wurde“ entsprochen, „wird“ entsprochen?) trennen.

Ebenfalls in Erweiterung der Vorjahressystematik haben wir mehrere „Reality Checks“ in unsere Untersuchung aufgenommen. Damit wird überprüft, ob die Unternehmen in der Umsetzung der Finanzkommunikation von der Selbstverpflichtung der Entsprechenserklärung abweichen. Unter anderem wurden folgende Aspekte analysiert:

- Haben die Unternehmen – übereinstimmend mit ihrer Entsprechenserklärung – die Grundzüge des Vergütungssystems in Internet und Geschäftsbericht bekannt gemacht?
- Weichen die Veröffentlichungsfristen von Konzernabschluss oder Zwischenbericht von den in der Entsprechenserklärung genannten Fristen ab?
- Hat der Aufsichtsrat die Effizienz seiner Tätigkeit, wie in Ziffer 5.6 gefordert, überprüft oder sich zumindest mit diesem Thema befasst?

Bei all diesen Fragestellungen interessiert uns natürlich weiterhin, ob sich die Corporate Governance Standards von großen und kleinen börsennotierten Unternehmen signifikant unterscheiden und ob – hinsichtlich Entsprechung oder Kommunikation – Konvergenzen zu erkennen sind. Überdies legen wir wieder besonderen Wert auf den Vergleich der Small Caps aus Prime und General Standard.

2.2 Methodik

2.2.1 Grundgesamtheit der Unternehmen

Die Untersuchung erstreckt sich auf sämtliche Unternehmen aus DAX, MDAX, TecDAX und SDAX, die aufgrund ihres Firmensitzes in Deutschland verpflichtet sind, eine Entsprechenserklärung gemäß § 161 AktG abzugeben sowie weitere 80 deutsche Small Caps, die keinem Auswahlindex der Deutschen Börse angehören. Von diesen wiederum befinden sich 40 im Prime Standard (Prime All Share Index – in den Tabellen und Grafiken der Studie mit PAS abgekürzt), die anderen 40 im General Standard (GS).

Für die Auswahl der Small Caps außerhalb des SDAX wurde das Ranking der Unternehmen nach der im Streubesitz befindlichen Marktkapitalisierung herangezogen. Berücksichtigt wurden ausschließlich Unternehmen, die in der CDAX-Indexgewichtung der Deutschen Börse mit einem Streubesitz von mindestens 20 % ausgewiesen sind. Durch diese Hürde wurden nur solche Unternehmen ausgewählt, die ihre Finanzkommunikation an den Interessen institutioneller und privater Investoren gleichermaßen ausrichten müssen. Darüber hinaus wurden mit diesem Kriterium Unternehmen ausgeschlossen, auf deren Corporate Governance Standards ein beherrschender Großaktionär, der seinerseits in einem Blue-Chip-Index notiert, unter Umständen wesentlichen Einfluss haben könnte. Eliminiert wurden ferner Unternehmen, die mit anderen Aktiengattungen in einem Auswahlindex der Deutschen Börse vertreten sind.

Wie im Vorjahr haben wir die Dr. Ing. Ferdinand Porsche AG, die wegen ihrer Weigerung, Quartalsberichte zu veröffentlichen, im General Standard gelistet ist, nicht berücksichtigt. Sie ist weder in einem Auswahlindex vertreten noch als Small Cap anzusehen.

Insgesamt wurden 223 Entsprechenserklärungen, 215 Geschäftsberichte sowie 229 Websites ausgewertet. Im unternehmensspezifischen Scoring wurden nur jene 210 Unternehmen berücksichtigt, die sowohl eine Entsprechenserklärung gemäß neuer Kodex-Fassung bis Ende April 2004 abgegeben und den Geschäftsbericht über ihre Internetseiten bis Ende Mai 2004 verfügbar gemacht haben.

Tabelle 1: Grundgesamtheit der Unternehmen

Unternehmen	Gesamt	davon: Inland	davon: mit aktueller Entsprechens- erklärung	davon: mit aktuellem Geschäfts- bericht	Auswertung Internet	Berücksichti- gung im Scoring
DAX	30	30	30	30	30	30
MDAX	50	48	48	48	48	48
TecDAX	30	23	22	22	23	21
SDAX	50	48	45	43	48	41
PAS	40	40	39	38	40	37
GS	40	40	39	34	40	33
Gesamt	240	229	223	215	229	210

Wie die Tabelle deutlich macht, haben sechs von 229 Unternehmen bis Ende April 2004 keine Entsprechenserklärung nach neuer Kodex-Fassung abgegeben, obwohl diese von der Regierungskommission schon im Mai des Vorjahres verabschiedet wurde. Kurz vor dem 4. Juli 2003 – dem Tag, an dem der erweiterte Kodex im elektronischen Bundesanzeiger veröffentlicht wurde – haben diese Unternehmen noch eine Erklärung nach alter Kodex-Fassung abgegeben. Es dürfte nicht im Sinne der Regierungskommission oder des Gesetzgebers sein, wenn Unternehmen sich ein geschlagenes Jahr lang nicht zu den jeweils aktuellen Empfehlungen äußern, und das völlig im Einklang mit § 161 AktG, der lediglich eine jährliche Erklärung verlangt.

Auf Basis des zum 10. Juni 2004 ausgewiesenen Streubesitzes und der Marktkapitalisierung lassen sich für die Auswahlindizes sowie die beiden durch uns gebildeten Small-Cap-Gruppen folgende Durchschnittswerte errechnen:

Tabelle 2: Marktkapitalisierung und Streubesitz

Segment	Average Market Cap. (Mio. Euro)	Average Free Float Market Cap (Mio. Euro)
DAX	18.331	14.328
MDAX	1.651	861
TecDAX	740	359
SDAX	340	131
Prime All Share	123	62
General Standard	97	44

Wie im Vorjahr lässt sich festhalten, dass die Small Caps aus Prime und General Standard hinsichtlich ihrer Marktkapitalisierung nicht weit auseinander liegen und signifikante Unterschiede zwischen diesen beiden Gruppen nicht primär auf die Unternehmensgröße zurückzuführen sein dürften. Auch die Werte aus TecDAX und SDAX unterscheiden in punkto Market Cap nicht so erheblich, wie es anhand der Tabelle den Anschein haben könnte. Ohne Berücksichtigung des Schwergewichts T-Online liegt die durchschnittliche Gesamt-Marktkapitalisierung der TecDAX-Werte lediglich bei 484 Mio. Euro und damit nur um 48 % höher als im SDAX.

Eine vollständige Liste der Unternehmen befindet sich im Anhang.

2.2.2 Problematik des Vorjahresvergleichs

Die im Rahmen der Corporate Governance Studie 2004 erhobenen Werte sind nur bedingt mit den Vorjahreswerten zu vergleichen. So gehörten lediglich 39 von 48 SDAX-Werten im Vorjahr diesem Index an, fünf befanden sich 2003 in der PAS-Gruppe. Innerhalb der PAS-Gruppe sind 25 Werte in der entsprechenden Vorjahresgruppe enthalten, im General Standard sind es 28 Werte.

Eine weitere Problematik ergibt sich durch die im Frühjahr 2004 realisierte neue Indexsystematik der Deutschen Börse. Die im Kodex-Report 2003 des Berlin Center of Corporate Governance (BCCG) ausgewiesenen Werte für den MDAX beziehen sich auf den 70 Werte umfassenden Index nach alter Systematik. Hinzu kommt, dass für den TecDAX keine Vorjahreswerte veröffentlicht wurden.

Wir haben uns dennoch entschieden, die aktuellen Werte im Vergleich zum Vorjahr auszuweisen, wobei die vom BCCG im Jahr 2003 ermittelten Werte für den NEMAX 50 – nachrichtlich – als Vergleichswerte für den TecDAX herangezogen wurden. Auch die Vorjahreswerte für DAX und MDAX sind dem Kodex-Report 2003 entnommen.

Zum Zweck der besseren Vergleichbarkeit mit der ergo-Studie 2003 haben wir darüber hinaus eine aus 102 Werten bestehende Vergleichsgruppe gebildet, die im Vorjahr und im laufenden Jahr erfasst wurden. In einigen Passagen gehen wir auf den Vergleich dieser identischen Gruppe ein. Vorwegzunehmen ist, dass sich die Ergebnisse nicht wesentlich von der Erhebung innerhalb der Auswahlindizes und Gruppen unterscheiden.

2.2.3 Aufbau der Studie

Untersucht wurden die Entsprechenserklärungen von 223 Unternehmen. Erfasst haben wir sämtliche Abweichungen von den Empfehlungen (Soll-Bestimmungen) des Deutschen Corporate Governance Kodexes. Da Unternehmen von den Anregungen des Kodexes (Sollte- oder Kann-Bestimmungen) ohne Erklärungspflicht abweichen können, flossen diese in die quantitative Analyse nicht ein.

Zweiter Teil ist die Untersuchung der Corporate Governance Kommunikation. In diesem Zusammenhang haben wir die Entsprechenserklärungen untersucht, die Berichterstattung im Geschäftsbericht sowie die Navigation und den Informationsgehalt der Internetseiten.

Drittes Element ist die Überprüfung der Compliance-Erklärungen anhand der Umsetzung in der Realität. In diesem Zusammenhang interessierten uns besonders der Vergütungs- und Aufsichtsratsbericht genauso wie die Veröffentlichungsfristen von Konzernabschluss und Zwischenbericht. Auch haben wir untersucht, inwieweit die Unternehmen die Anregung der Kodex-Ziffer 3.10 aufgegriffen haben, im Geschäftsbericht ebenfalls zu den Anregungen des Kodexes Stellung zu nehmen.

Die Studie schließt mit einer Bewertung der Corporate Governance Standards der Unternehmen unter Verwendung eines gegenüber dem Vorjahr wesentlich differenzierteren Kriterienkatalogs.

3 Akzeptanz des deutschen Corporate Governance Kodexes

3.1 Empfehlungen des Kodexes in der Fassung vom 21. Mai 2003

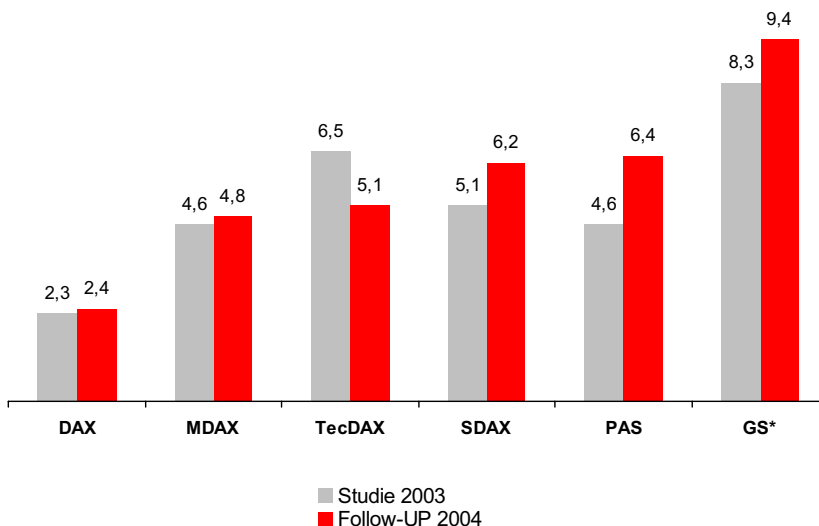
3.1.1 Abweichungen im Vorjahresvergleich

Die Zahl der Abweichungen vom Regierungskodex ist im Vergleich zum Vorjahr gestiegen. Der Grund dafür ist in der Aufnahme von insgesamt fünf neuen Empfehlungen zu suchen, ebenso wie in der Konkretisierung bereits enthaltener Soll-Vorschriften. Die neuen Empfehlungen, insbesondere zum individualisierten Ausweis der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung, stießen in allen Börsensegmenten auf geringe Akzeptanz. Doch auch die Empfehlung, der Aufsichtsrat solle für außerordentliche, nicht vorhergesehene Entwicklungen eine Begrenzungsmöglichkeit (Cap) im Rahmen des Aktienoptionsprogramms oder ähnlicher Instrumente vereinbaren, stieß bei großen wie kleinen Werten auf eine Zustimmung von weniger als 90 %. Der empirische Befund deckt sich insofern mit den Ergebnissen der im Vorjahr durchgeführten Umfrage zur geplanten Umsetzung der neuen Kodex-Empfehlungen.

Nur mehr fünf Unternehmen aus dem DAX – Altana, Deutsche Börse, Deutsche Post, RWE und ThyssenKrupp – folgen den Empfehlungen des Kodexes ohne jede Ausnahme. In den anderen Indices und Gruppen findet sich kein Unternehmen mehr, das den Kodex vollständig umsetzt; im Vorjahr waren es noch deren sieben allein im Small-Cap-Bereich.

Die Zahl der Abweichungen nahm in allen untersuchten Gruppen (mit Ausnahme des TecDAX, hier jedoch mit stark eingeschränkter Vergleichbarkeit zum Vorjahr) zu. Am auffälligsten ist der Anstieg bei den SDAX- und PAS-Werten.

Grafik 1: Durchschnittliche Anzahl der Abweichungen vom Kodex



*General Standard ohne Berücksichtigung von vier (Vorjahr drei) Totalverweigerern

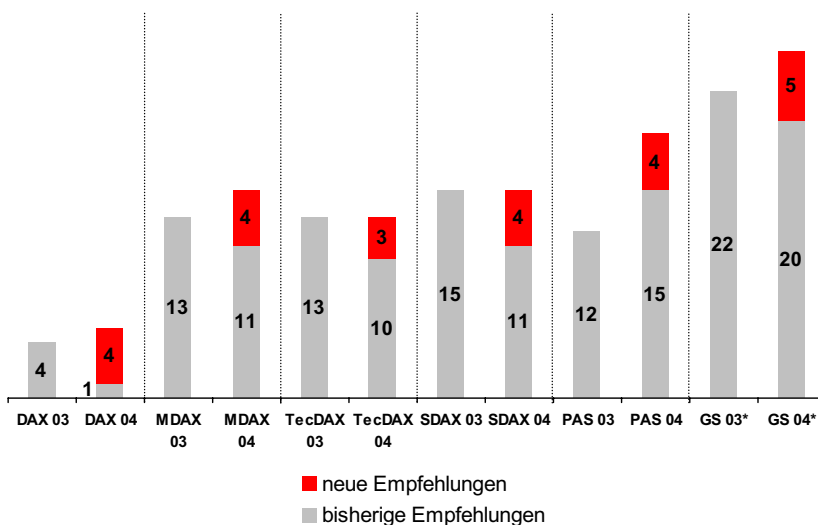
Erwartungsgemäß wird der Kodex innerhalb des General Standard nach wie vor weitaus unvollständiger umgesetzt als in den anderen Börsensegmenten. Wie im Vorjahr haben wir vier Unternehmen identifiziert, die den Kodex überhaupt nicht umsetzen. Neben den alten Bekannten Stuttgarter Hofbräu und Maschinenfabrik Berthold Hermle handelt es sich um die Deutsche Balaton sowie BKN International.

Letztere Gesellschaft hat eine völlig unzureichende und beliebige Entsprechenserklärung abgegeben, die offen lässt, in welchem Maße das Unternehmen bereit ist, den Empfehlungen des Kodexes zu folgen: „Der Vorstand der BKN International AG erklärt, dass den Empfehlungen der „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex“ – unter Berücksichtigung der Größe und Struktur der Gesellschaft und soweit die Empfehlungen auf die Verhältnisse der Gesellschaft anwendbar sind – entsprochen wurde.“ Überdies erfüllt diese Entsprechenserklärung nicht die Forderungen des § 161 AktG, wonach Vorstand und Aufsichtsrat erklären müssen, ob entsprochen wurde und wird. Unter Einbeziehung der Totalverweigerer steigt die Zahl der durchschnittlichen Abweichungen innerhalb des General Standard auf 15,7 (Vorjahr 13,7).

3.1.2 Problematische Kodex-Empfehlungen

In allen untersuchten Segmenten ist die Zahl der Empfehlungen, die zu weniger als 90 % umgesetzt werden, mindestens auf Vorjahresniveau geblieben. So gibt es im DAX nun fünf problematische Empfehlungen nach vier im Vorjahr. Wie nachstehende Grafik zeigt, lag das innerhalb der Auswahlindizes einzig und allein an der mangelnden Akzeptanz neuer Kodex-Empfehlungen. In den von uns gebildeten Small-Cap-Gruppen gab es hingegen auch bei den bereits in der alten Kodex-Fassung enthaltenen Ziffern mehr Abweichungen als im Jahr zuvor.

Grafik 2: Anzahl der Empfehlungen mit einer Zustimmungsquote von unter 90 %



*General Standard ohne Berücksichtigung von vier (Vorjahr drei) Totalverweigerern

Ein Blick auf unsere 102 Werte umfassende deckungsgleiche Vergleichsgruppe untermauert die oben getroffenen Aussagen. Die Zahl der Empfehlungen, die von weniger als 90 % der Unternehmen umgesetzt werden, stieg hier von 15 auf 21 an. In dieser Zahl enthalten sind vier neue Empfehlungen und zwei weitere Soll-Vorschriften, die nach einer inhaltlichen Konkretisierung weniger Zustimmung erfahren als im Jahr zuvor.

Doch selbst manche unveränderten Empfehlungen werden von weniger Unternehmen umgesetzt als im Vorjahr – das betrifft insbesondere den individualisierten Ausweis von Vergütungen für persönlich erbrachte Leistungen von Aufsichtsratsmitgliedern (Ziffer 5.4.5 Absatz 3 Satz 2) sowie den Ausweis des Aktienbesitzes einzelner Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder (Ziffer 6.6 Absatz 2). So erklärt beispielsweise Masterflex (PAS), dass die Veröffentlichung der Vergütungen für persönlich erbrachte Leistungen „im gesetzlichen Rahmen“ erfolgt – im Vorjahr war diese Ausnahme nicht in der Ent-

sprechenserklärung enthalten. Ähnliches gilt für die M.A.X. Holding, die anders als im Vorjahr erklärt, der komplette dritte Unterabsatz von Ziffer 5.4.5 werde nicht angewendet.

Zugleich gibt es insgesamt 37 Empfehlungen, die eine meist um wenige Prozentpunkte höhere Zustimmung erfahren als im Vorjahr. Lässt man die neuen Kodex-Empfehlungen beiseite, steigt die durchschnittliche Akzeptanz der Empfehlungen geringfügig von 90,1 auf 91,1 %. Vor allen hinsichtlich der Transparenzkriterien (z. B. Veröffentlichungsfristen) wurden Fortschritte erzielt – ein Aspekt, auf den wir noch detailliert eingehen werden.

3.1.2.1 Aktionäre und Hauptversammlung

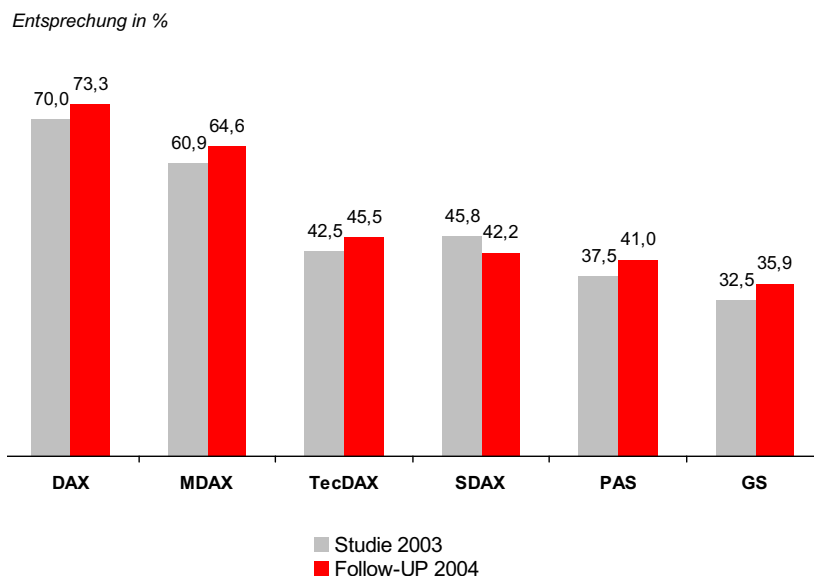
Die einzig problematische Empfehlung in diesem Unterabschnitt des Regierungskodexes betraf im Vorjahr die Benennung eines Stimmrechtsvertreters für die Hauptversammlung (Ziffer 2.3.3). Nunmehr wird auch diese Soll-Vorschrift von den Unternehmen aus SDAX und Prime All Share nahezu ausnahmslos umgesetzt. Lediglich im General Standard akzeptiert nach wie vor jeder fünfte Nebenwert die Empfehlung nicht.

3.1.2.2 Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat

Dieser Unterabschnitt des Kodexes enthält drei Empfehlungen, von denen eine – die Vereinbarung eines angemessenen Selbstbehalts in der Haftpflichtversicherung für Mitglieder des Vorstands und Aufsichtsrats (D&O-Versicherung; Ziffer 3.8) – im vergangenen Jahr nur bei einer Minderheit der Small Caps auf Akzeptanz stieß.

Sowohl bei den Blue Chips als auch bei den Nebenwerten ergibt die aktuelle Erhebung eine nur geringfügig höhere, innerhalb des SDAX sogar eine leicht rückläufige Akzeptanz. Außerhalb von DAX und MDAX lehnt die Mehrheit der Unternehmen die Empfehlung weiterhin ab; signifikante Unterschiede zwischen Prime und General Standard sind, anders als bei anderen Vorschriften des Kodexes, nicht auszumachen

Grafik 3: Selbstbehalt D&O-Versicherung – Ziffer 3.8 (2)



Als Begründung für die Abweichung vom Kodex wird häufig angegeben, dass die Versicherungsprämien durch die Vereinbarung eines Selbstbehalts nicht sinken würden. Daneben gibt es eine Reihe von Unternehmen, die einen Selbstbehalt für ihre Organmitglieder vorsehen, jedoch nicht sicher sind, ob dessen Höhe im Sinne des Kodexes als angemessen anzusehen ist. Hier wäre eine Konkretisierung des Regelwerks wünschenswert und würde nach unserer Überzeugung tendenziell zu einer höheren Entsprechensquote führen.

3.1.2.3 Vorstand

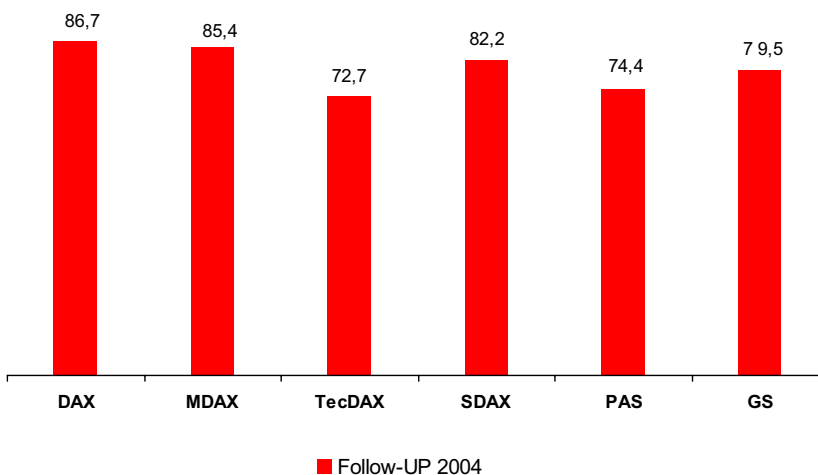
Die Abweichungen im Unterabschnitt „Vorstand“ haben aufgrund der Hinzunahme weiterer Empfehlungen merklich zugenommen.

Während die DAX-Werte bei fast allen Empfehlungen des Kodexes eine geringere Ablehnungsquote aufweisen als die anderen Werte innerhalb des Prime Standard, zeigt sich bei der neu formulierten Ziffer 4.2.2 Absatz 1 ein gegensätzliches Bild. Nur 83,3 % der Blue Chips sind bereit, die Struktur des Vergütungssystems für den Vorstand von der Gesamtheit des Aufsichtsrats beraten und regelmäßig überprüfen zu lassen; in den anderen Auswahlindizes sowie in der PAS-Gruppe setzen jeweils über 90 % die Empfehlung um. Das Ergebnis ist nur auf den ersten Blick überraschend. Manche Großunternehmen, deren Aufsichtsräte – in völliger Übereinstimmung mit dem Kodex – spezielle Themen an Fachausschüsse verwiesen haben, sind nun der Meinung, dass die Behandlung der Vorstandsbezüge im dafür zuständigen Personalausschuss oder Präsidium verbleiben sollte.

Deutlich geringer ist noch einmal die Akzeptanz des Kodexes, wenn es um die Begrenzungsmöglichkeit (Cap) im Rahmen eines Aktienoptionsprogramms (oder vergleichbarer Instrumente) für außerordentliche, nicht vorhergesehene Entwicklungen geht (Ziffer 4.2.3 Absatz 2 Satz 4). In allen Gruppen liegt die Zahl der Abweichler bei deutlich über 10 %, in TecDAX und PAS gar bei über 25 %. In diesen beiden Gruppen dürfte es überdurchschnittlich viele Unternehmen aus dem ehemaligen Neuen Markt geben, deren variable Vorstandsvergütung maßgeblich auf Aktienoptionen basiert und deren Aktienoptionsprogramme mit den neuen Forderungen des Kodexes nicht vereinbar sind.

Grafik 4: Begrenzungsmöglichkeit (Cap) für außergewöhnliche, nicht vorhergesehene Entwicklungen – Ziffer 4.2.3 (6)

Entsprechung in %

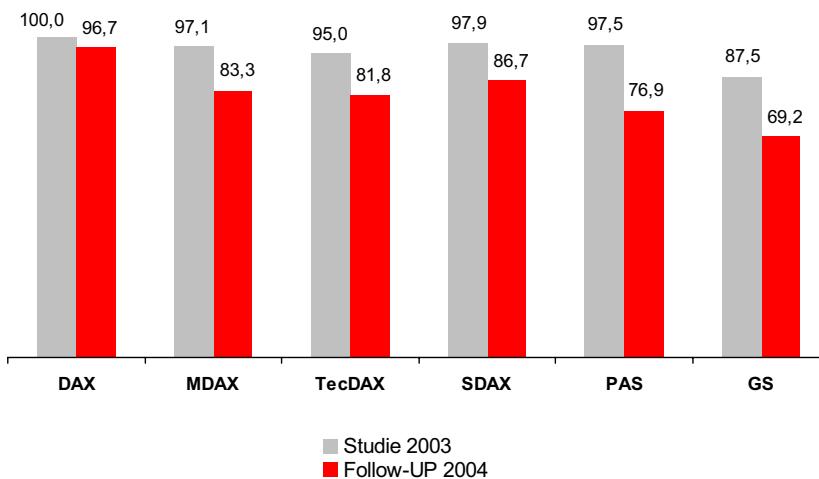


Darüber hinaus führte die weitgehende Neufassung der bisherigen Empfehlungen unter Kodex-Ziffer 4.2.3 zu einer wesentlich höheren Zahl von Abweichungen. So erklärten lediglich 84,6 % der PAS- sowie 79,5 % der General Standard-Werte, dass ihre Aktienoptionen oder vergleichbaren Gestaltungen auf anspruchsvolle, relevante Vergleichsparameter bezogen sind.

Weitaus auffälliger sind die Abweichungen von der Empfehlung, die Grundzüge des Vergütungssystems (einschließlich des Werts der Aktienoptionen) in Geschäftsbericht und Internet zu erläutern bzw. bekannt zu machen (Ziffer 4.2.3 Absatz 3 Satz 1). Hatten zuvor nahezu alle Unternehmen gemäß früherer Kodex-Fassung erklärt, die konkrete Ausgestaltung des Vergütungssystems „in geeigneter Form“ zu veröffentlichen, entsprechen der überarbeiteten Empfehlung nur noch die DAX-Werte zu über 90 %. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, was von den heutigen Abweichlern im vergangenen Jahr als „geeignete Form“ angesehen wurde. Ein ähnliches Bild zeigt sich bezüglich der Empfehlung, die Hauptversammlung durch den Vorsitzenden des Aufsichtsrats über die Grundzüge des Vergütungssystems zu informieren (Ziffer 4.2.3 Absatz 3 Satz 3).

Grafik 5: Bekanntmachung und Erläuterung des Vergütungssystems – Ziffer 4.2.3 (7)

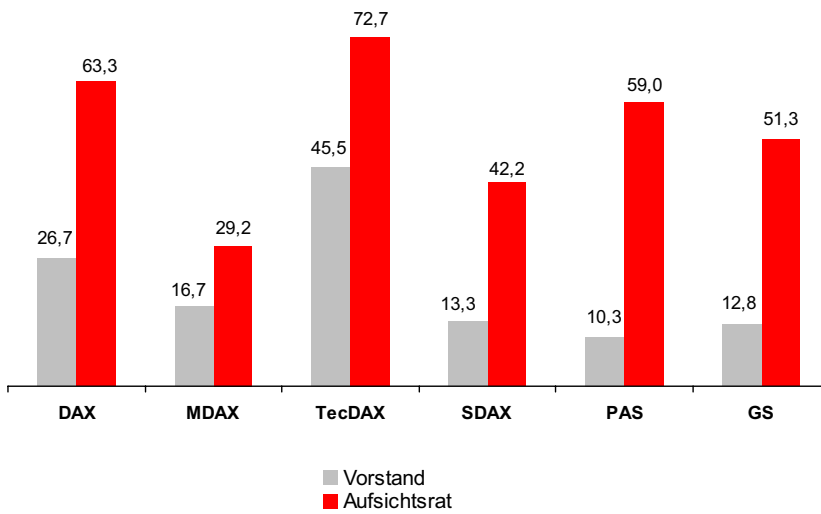
Entsprechung in %



Die früher unverbindliche Anregung, die Bezüge des Vorstands individualisiert auszuweisen, wurde mit der Neufassung des Kodexes in eine Empfehlung umgewandelt (Ziffer 4.2.4 Satz 2). Nachdem schon wenige Unternehmen bereit waren, der Anregung zu folgen, stößt nun die Empfehlung auf verschwindend geringe Akzeptanz. Von 223 untersuchten Unternehmen sind 182 nicht bereit, die Vergütung eines jeden Vorstandsmitglieds offen zu legen; darin enthalten sind zwei Unternehmen, die entgegen ihrer Entsprechenserklärung die Kodex-Ziffer nicht umsetzen. Auch hinsichtlich der Empfehlung, die Aufsichtsratsbezüge individualisiert auszuweisen, kommt es zu einer hohen Zahl von Abweichungen – recht erstaunlich, da diese Informationen ohnehin in der Satzung eines Unternehmens enthalten sind. Die MDAX-Unternehmen fallen durch eine geringe Umsetzungsquote auf, während umgekehrt fast jeder zweite TecDAX-Wert die Vorstandsbezüge individualisiert offen legt.

Grafik 6: Individualisierter Ausweis der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung – Ziffern 4.2.4 (2) und 5.4.5 (5)

Entsprechung in %



Über den Sinn der Empfehlung wird seit der Verabschiedung durch die Regierungskommission heftig gestritten. Unternehmensvertreter führen unter anderem an, dass die Information für Aktionäre, die doch schon Kenntnis über die differenziert ausgewiesenen Gesamtbezüge haben, letztlich nicht relevant sind und für die Bewertung eines Unternehmens insofern keine Rolle spielen. Daneben wird in Entsprechenserklärungen darauf hingewiesen, dass den Persönlichkeitsrechten der einzelnen Vorstandsmitglieder sowie dem Datenschutz an dieser Stelle eine höhere Priorität eingeräumt werden müsse als dem Informationsbedürfnis der Aktionäre.

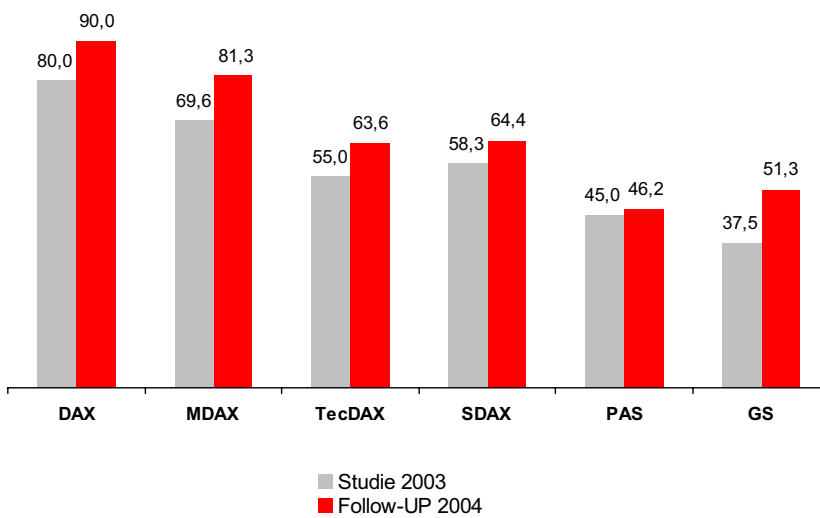
Erstaunlicherweise sind nicht einmal 90 % der SDAX-Werte und weniger als 80 % der PAS-Unternehmen bereit, die Vorstandsvergütung zumindest summarisch und differenziert nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung auszuweisen (Ziffer 4.2.4 Satz 1).

3.1.2.4 Aufsichtsrat

Ein recht unterschiedliches Bild zeigt sich bei den Empfehlungen zum Aufsichtsrat. Manche früher recht problematischen Forderungen des Kodexes werden heute von deutlich mehr Unternehmen umgesetzt. Das betrifft insbesondere die Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder. Eine größere Zahl von Unternehmen, vor allem aus DAX und MDAX, hat durch entsprechende Satzungsänderungen erfolgsorientierte Komponenten in die Aufsichtsratsvergütung integriert; eine Compliance von 90 % wird allerdings nur im DAX erreicht.

Grafik 7: Erfolgsorientierte AR-Vergütung – Ziffer 5.4.5 (2)

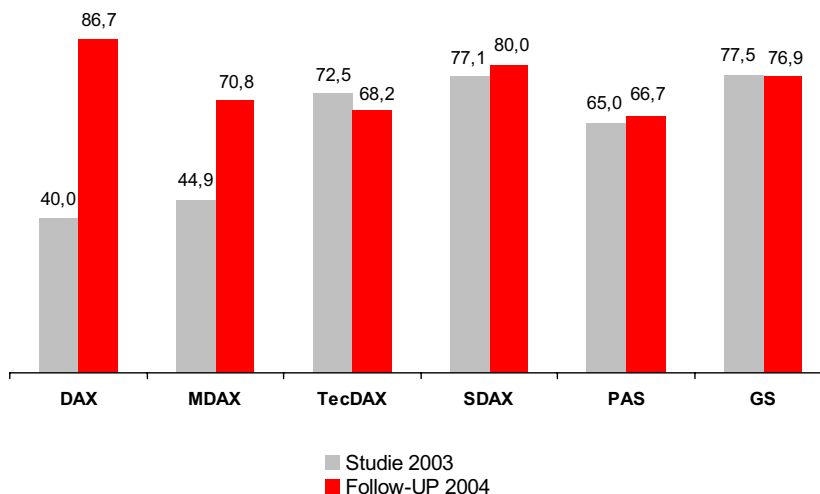
Entsprechung in %



Ebenfalls durch Änderung der Regularien haben etliche Unternehmen zudem nun den Vorsitz in Unterausschüssen des Aufsichtsrats im Entlohnungsmodell berücksichtigt. Auffällig sind dabei die Steigerungsraten in DAX und MDAX.

Grafik 8: Berücksichtigung des Vorsitzes auch in Ausschüssen bei der Vergütung des Aufsichtsrats – Ziffer 5.4.5 (1)

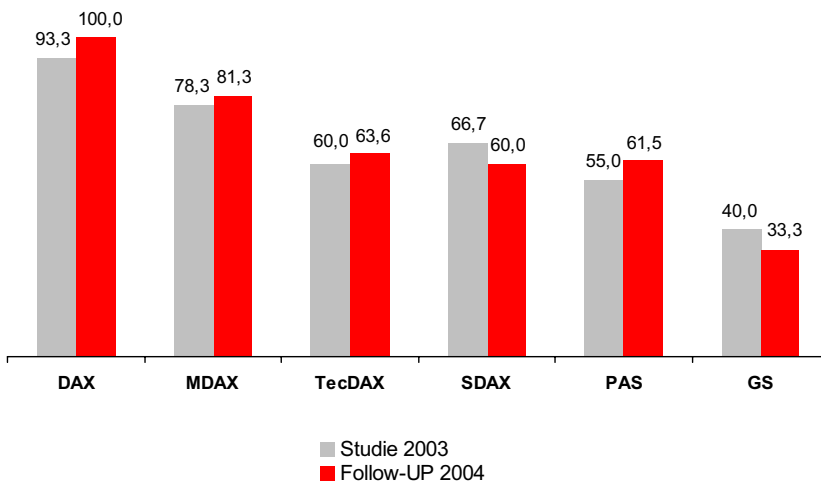
Entsprechung in %



Mit den übrigen Empfehlungen des Kodexes zur Tätigkeit des Aufsichtsrats haben die Blue Chips kaum Probleme. Nebenwerte zeigen dagegen nach wie vor bei manchen Punkten größere Abweichungen. Das betrifft vor allem die Bildung von Unterausschüssen – und hier wiederum eines Prüfungsausschusses (audit committee) – des Aufsichtsrats. Zahlreiche Small Caps erklären, dass sie den Empfehlungen unter Ziffer 5.3.1 und 5.3.2 nicht folgen werden, obwohl eine solche Erklärung im strengen Sinne gar nicht notwendig wäre; schließlich verlangt der Kodex lediglich, „abhängig von den spezifischen Gegebenheiten des Unternehmens“ sowie der Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder solche Ausschüsse zu bilden. Die Bildung von Ausschüssen bei einem dreiköpfigen Aufsichtsrat dürfte auch die Regierungskommission in aller Regel nicht für sinnvoll halten.

Grafik 9: Prüfungsausschuss (audit committee) – Ziffer 5.3.2

Entsprechung in %



Drei weitere Empfehlungen in diesem Unterabschnitt des Kodexes werden von den Small Caps zu weniger als 90 % umgesetzt:

Tabelle 3: Problematische Empfehlungen im Unterabschnitt „Aufsichtsrat“

Kodex-Ziffer	Empfehlung	Zustimmung						
		DAX	MDAX	TecDAX	SDAX	PAS	GS	Gesamt
5.1.2.	Festlegung einer Altersgrenze für Vorstandsmitglieder	90,0	93,8	63,6	91,1	71,8	64,1	80,7
5.3.1.	Bildung von Fachausschüssen des Aufsichtsrats	100,0	95,8	72,7	80,0	69,2	46,2	77,6
5.3.2.	Bildung eines Prüfungsausschusses	100,0	81,3	63,6	60,0	61,5	33,3	65,9
5.4.1. (2)	Festlegung einer Altersgrenze für Mitglieder des Aufsichtsrats	90,0	79,2	68,2	80,0	64,1	59,0	73,5
5.4.5. (4)	Individualisierter Ausweis der Vergütung für persönlich erbrachte Leistungen von Mitgliedern des Aufsichtsrats	96,7	95,8	95,5	91,1	79,5	56,4	85,2

Auffällig ist erneut die wesentlich schwächer ausgeprägte Bereitschaft der Small Caps – erst recht aus dem General Standard – die Empfehlungen des Kodexes umzusetzen. Innerhalb des TecDAX sind ebenfalls einige Unternehmen nicht bereit, eine Altersgrenze für ihre Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder festzulegen.

3.1.2.5 Transparenz

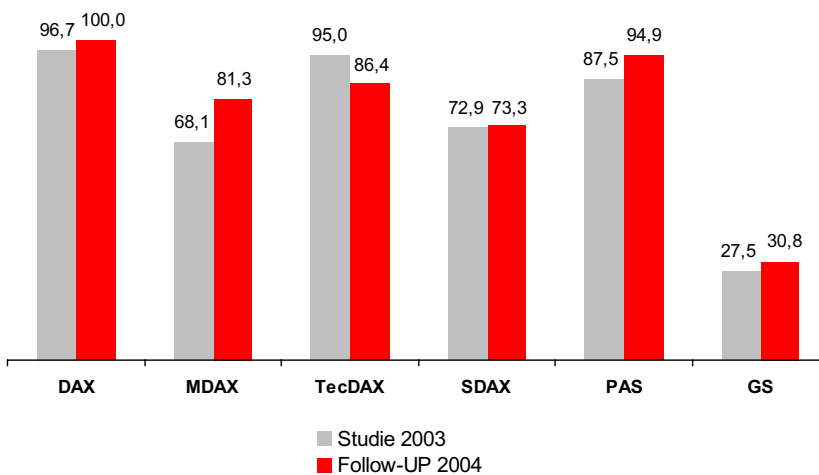
Ähnlich wie im Vorjahr stoßen die Empfehlungen der Regierungskommission zur Transparenz, die allesamt unverändert blieben, auf breite Zustimmung – selbst innerhalb des General Standard. Hervorzuheben ist allenfalls, dass über 10 % der MDAX-Werte nicht bereit sind, den Aktienbesitz der Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat individualisiert bzw. getrennt nach den beiden Organen anzugeben (Ziffer 6.6 Absatz 2).

3.1.2.6 Rechnungslegung und Abschlussprüfung

Wenn es um die Empfehlung geht, Konzernabschluss und Zwischenberichte unter Beachtung internationaler Rechnungslegungsgrundsätze aufzustellen (Ziffer 7.1.1 Satz 2), überrascht weniger die sehr geringe Akzeptanz innerhalb des General Standard (der sich schließlich unter anderem dadurch vom Prime Standard unterscheidet), sondern die nach wie vor hohe Zahl der nach HGB berichtenden Unternehmen in SDAX und MDAX. Wie im Vorjahr bilanzieren weniger als drei Viertel der SDAX-Werte nach internationalen Prinzipien; die meisten von ihnen erklären, die innerhalb des Prime Standard gewährte Übergangsfrist bis zum 1. Januar 2005 ausschöpfen zu wollen.

Grafik 10: Internationale Rechnungslegung – Ziffer 7.1.1 (3)

Entsprechung in %

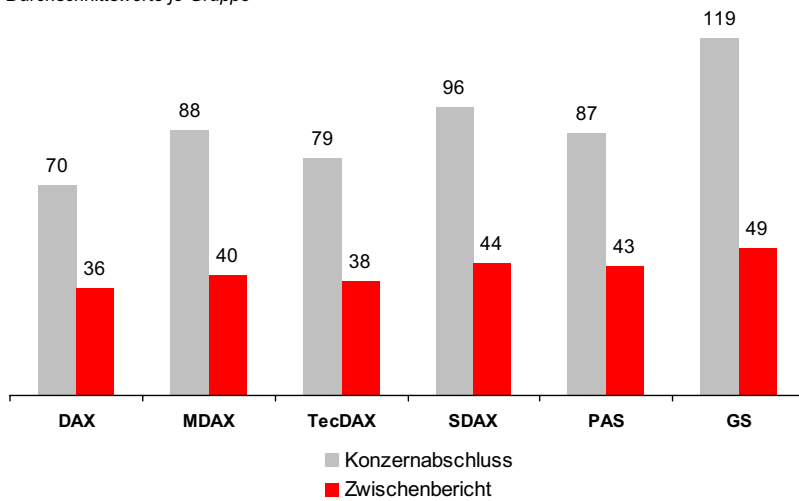


Hingegen ist es vielen Unternehmen innerhalb des Prime Standard offenbar gelungen, die für die Erstellung von Konzernabschluss und Zwischenbericht (Ziffer 7.1.2 Satz 2) erforderliche Zeit drastisch zu reduzieren. Über 90 % der DAX- und TecDAX-Werte setzen beide Empfehlungen um – eine Quote, welche die PAS-Gruppe fast erreicht. Trotz wesentlicher Verbesserungen in MDAX (70,8 % nach 44,9 % im Vorjahr) und SDAX (51,1 % nach 41,7 %) bleiben diese beiden Segmente hinter den anderen Werten aus dem Prime Standard zurück. Innerhalb des General Standard sind nur fünf Unternehmen bereit oder in der Lage, ihre Aktionäre innerhalb der vom Kodex geforderten Fristen zu informieren.

Im Durchschnitt aller 229 Unternehmen wurde der Konzernabschluss 2003 nach 91 Tagen, der aktuelle Zwischenbericht nach 42 Tagen veröffentlicht. Die Bandbreite ist dabei auch innerhalb es Prime Standards enorm. Zahlreiche Unternehmen unterschreiten die vom Kodex eingeräumten 90 Tage deutlich, andere machen ihren Konzernabschluss nicht einmal innerhalb von 120 Tagen öffentlich zugänglich. Fünf Monate oder noch länger brauchten die General-Standard-Werte Edel, Hymer, die heutige Sportwetten.de, Mineralbrunnen Überkingen sowie Stuttgarter Hofbräu. Insgesamt wichen mit dem Konzernabschluss 2003 elf Unternehmen von der eigenen Entsprechenserklärung ab.

Grafik 11: Veröffentlichung von Konzernabschluss und Quartalsbericht in Tagen nach Bilanzstichtag

Durchschnittswerte je Gruppe



Quelle: eigene Erhebung

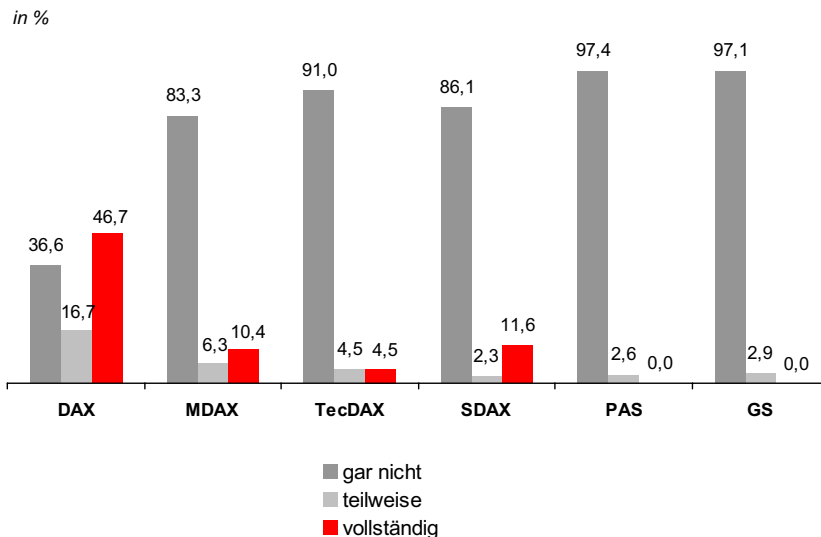
3.2 Anregungen des Kodexes in der Fassung vom 21. Mai 2003

Dünner ist die empirische Basis hinsichtlich der Umsetzung der 16 Kodex-Anregungen. Kaum eine Entsprechenserklärung enthält hierzu detaillierte Angaben, da es bei Abweichungen von Anregungen keine Erklärungspflicht seitens der Unternehmen gibt. Positive Ausnahmen sind im Small-Cap-Bereich die drei Unternehmen Deutsche Beteiligungen, GfK und Hans Einhell, im DAX Altana, Allianz und Henkel sowie Krones im MDAX. Andere Unternehmen beziehen selektiv Stellung zu manchen Anregungen des Kodexes, weil sie, wie aus der jeweiligen Formulierung deutlich wird, die Sollte-Vorschriften irrtümlich für Empfehlungen halten; ein Beispiel für missverständliche Formulierungen, auf die wir in Abschnitt 4.1.2 der Studie ausführlicher eingehen.

Eine im Juni 2004 erschienene Untersuchung der Professur für Betriebswirtschaftslehre (Schwerpunkt Finanzierung / Investition) der Hamburger Universität für Wirtschaft und Politik kommt nach der Auswertung öffentlich zugänglicher Informationsmaterialien der Unternehmen anhand standardisierter Suchkriterien zu dem Ergebnis, dass die unverbindlichen Anregungen von den Unternehmen aus DAX, MDAX und TecDAX sehr viel seltener (52 %) erfüllt werden als die Empfehlungen des Kodexes (93 %).

Immerhin fast jedes zweite DAX-Unternehmen folgt der Anregung unter Kodex-Ziffer 3.10 und nimmt im Corporate Governance Bericht ausführlich zur Umsetzung der Anregungen Stellung. Soviel Transparenz findet sich in den anderen Indices und Gruppen nur in Einzelfällen. Lediglich neun Unternehmen erläutern dort sämtliche Abweichungen von den Anregungen, weitere 14 belassen es bei einer lapidaren Erklärung, die sinngemäß besagt, dass auch den Anregungen des Kodexes weitgehend gefolgt wird. In 82,8 % der ausgewerteten Geschäftsberichte spielen die Anregungen hingegen keine Rolle.

Grafik 12: Erläuterungen zur Umsetzung der Kodex-Anregungen im Geschäftsbericht



4 Kommunikative Aufbereitung des Themas Corporate Governance

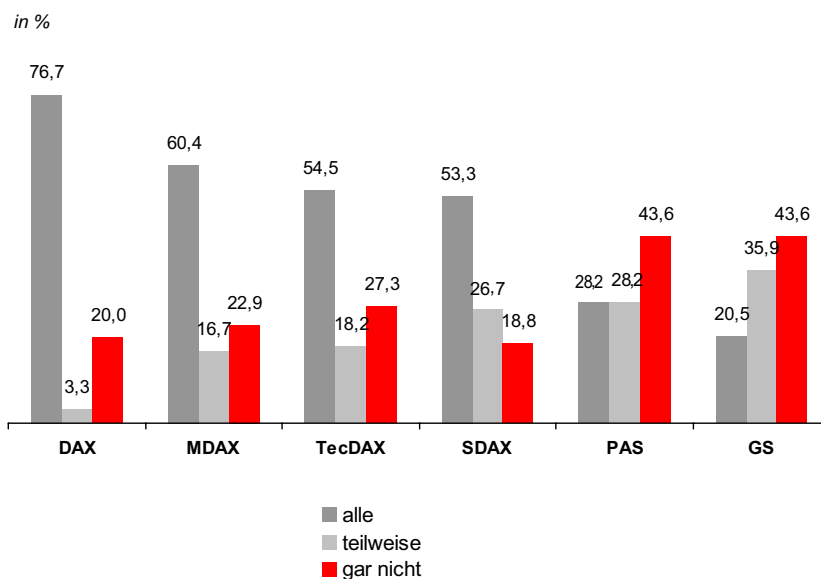
4.1 Qualität der Entsprechenserklärung

4.1.1 „Comply or explain“ – Begründung von Abweichungen

Befolgt ein Unternehmen eine Empfehlung des Regierungskodexes nicht, so muss es darauf gemäß § 161 AktG explizit eingehen. Das Aktiengesetz schreibt jedoch nicht vor, wie ausführlich das zu geschehen hat. Beispielsweise nennt die im General Standard notierte Strabag nur die Ziffern, denen nicht entsprochen wurde: „Den Verhaltensempfehlungen der von der Bundesregierung eingesetzten Kodexkommission wurde und wird entsprochen, mit Ausnahme der Nummern: 2.3.1, 4.2.1 (Satz 1), 4.2.2 (Satz 1), 4.2.3 (Sätze 5, 6, 7, 8), 4.2.4, 5.3.2, 5.4.2, 5.4.5 und 7.1.2.“ Das andere Extrem verkörpert unter anderem der SDAX-Wert Villeroy & Boch, der seine 15 Abweichungen vom Kodex auf einer fünfseitigen Entsprechenserklärung ausführlich begründet.

Wir haben überprüft, ob die Unternehmen für Abweichungen vom Kodex hinreichende Begründungen liefern. Das Ergebnis ist insofern überraschend, als die Ablehnung von Kodex-Empfehlungen noch seltener begründet wird als im Vorjahr. So erläuterten lediglich 53,3 % (Vorjahr 79,2 %) der SDAX-Werte sämtliche Abweichungen vom Kodex. Innerhalb der PAS- und GS-Gruppe ist die lückenlose Begründung sogar die Ausnahme. Wir führen die unbefriedigende Entwicklung unter anderem darauf zurück, dass Abweichungen von der Empfehlung, die Bezüge des Vorstands individualisiert auszuweisen, in zahlreichen Fällen nicht erläutert wurden; offensichtlich halten viele Unternehmen die Nichtumsetzung für eine Selbstverständlichkeit, die der Erläuterung nicht bedarf. Deutlich besser sieht es mit der Begründung der Abweichungen in DAX und MDAX aus.

Grafik 13: Erläuterung der Abweichungen in der Entsprechenserklärung



4.1.2 Eindeutigkeit der Entsprechenserklärung

Die Auswertung der insgesamt 223 Entsprechenserklärungen offenbart zudem – vor allem im Bereich der Small Caps – einen teils oberflächlichen, teils regelrecht fahrlässigen Umgang mit der Thematik.

Die aus unserer Sicht häufigsten Fehler betreffen:

- die Verwechslung von Anregungen und Empfehlungen. Manche Unternehmen erklären beispielsweise ausführlich, warum sie „der Empfehlung“ nicht folgen wollen, die Hauptversammlung im Internet zu übertragen oder Veröffentlichungen in englischer Sprache vorzunehmen. In beiden Fällen handelt es sich jedoch um Anregungen, von denen ohne Erklärung abgewichen werden kann;
- die Fehlinterpretation mancher Kodex-Empfehlungen. Gegen die Forderung des Kodexes unter Ziffer 2.1.2, dass jede Aktie „grundsätzlich eine Stimme gewährt“, verstößt ein Unternehmen sicherlich nicht, nur weil es auch stimmrechtslose Vorzugsaktien ausgegeben hat. Zudem handelt es sich hier nicht um eine Empfehlung des Kodexes, von der man abweichen kann, sondern um eine aktienrechtliche Vorschrift, die sich gegen Mehr-, Vorzugs- oder Höchststimmrechte wendet. Entsprechendes gilt für den Bezugsrechtsausschluss für bestimmte genehmigte Kapitalien, der die grundsätzliche Formulierung der Kodex-Ziffer 2.2.2 nicht außer Kraft setzt. Dennoch führen einige Unternehmen diese Punkte in ihrer Entsprechenserklärung auf – sowie
- die fehlerhafte Zuordnung von Kodex-Ziffern zu den Empfehlungen und Abweichungen. Nicht selten werden mehrere Abweichungen, die eine Reihe von Kodex-Empfehlungen betreffen, unter ein- und derselben Ziffer subsumiert – etwa sämtliche Abweichungen im Bereich Vorstandsvergütung unter Ziffer 4.2.3 oder die fehlenden Unterausschüsse (einschließlich Audit Committee) unter Ziffer 5.3.1.

Weitere, vorwiegend technische Fehler, könnten mit etwas mehr Sorgfalt vermieden werden. Immerhin 33 von 223 Entsprechenserklärungen, also rund 15 %, beziehen sich nicht auf die aktuelle Kodex-Fassung. Noch einmal 14 Entsprechenserklärungen waren nicht einmal datiert.

Ein Beispiel für den recht sorglosen Umgang mit der Erklärungspflicht gemäß § 161 AktG ist die Kampa AG, die in ihrem Geschäftsbericht 2003 (veröffentlicht April 2004) eine undatierte Entsprechenserklärung abdruckt, die sich auf eine nicht näher bezeichnete Kodex-Fassung bezieht. Obwohl diese Entsprechenserklärung keine Ausnahme von der Ziffer 4.2.4 enthält, wonach Vorstandsbezüge individualisiert ausgewiesen werden sollen, sind im selben Geschäftsbericht die Bezüge des Vorstands lediglich summarisch aufgeführt. Auf Rückfrage heißt es: „In der Tat haben wir zu 4.2.4. keine Entsprechungserklärung abgegeben. Wir werden dies bei der Publikation des nächsten Geschäftsberichts tun.“

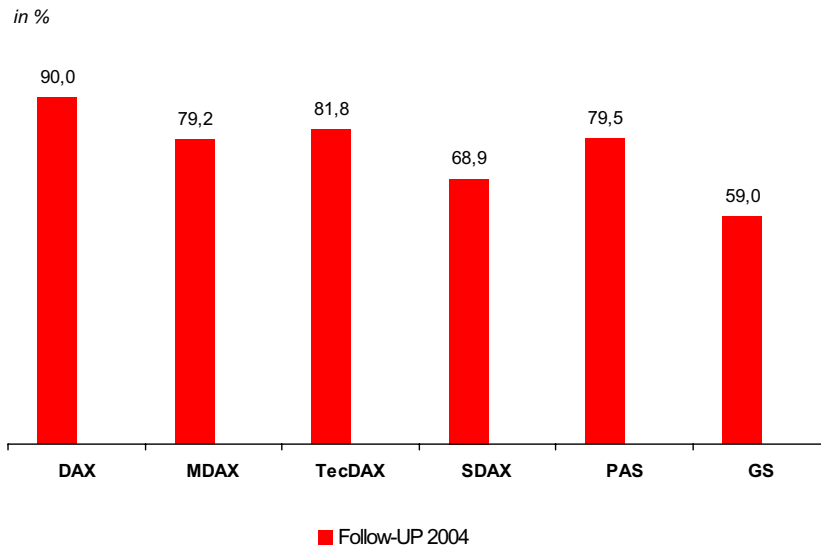
4.1.3 Bezugnahme auf Vergangenheit und Zukunft

Für die im Jahr 2002 abgegebenen Entsprechenserklärungen, die von ergo in der Vorjahres-Studie ausgewertet wurden, galt eine Übergangsvorschrift zu § 161 AktG. Die Unternehmen konnten sich auf die rein zukunftsgerichtete Erklärung beschränken, „dass den Empfehlungen der „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex“ entsprochen wird oder welche Empfehlungen nicht angewendet werden.“

Hingegen fordert der nunmehr im vollen Wortlaut zur Anwendung kommende § 161 AktG, dass die Entsprechenserklärungen sowohl für den Zeitraum seit Abgabe der letzten Erklärung als auch zukunftsgerichtet abgegeben werden sollen:

„Vorstand und Aufsichtsrat der börsennotierten Gesellschaft erklären jährlich, dass den [...] Empfehlungen der „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex“ entsprochen *wurde* und *wird* oder welche Empfehlungen nicht angewendet *wurden* oder *werden*.“ (Hervorhebungen durch uns)

Diese Änderung von der Übergangsvorschrift zur heute gültigen Regelung haben längst nicht alle Unternehmen nachvollzogen. Fast ein Viertel der Erklärungen beziehen sich nicht auf die Entsprechung des Kodexes in der zurückliegenden Periode. Überdies wird nicht immer eindeutig zwischen früherer und künftiger Entsprechung getrennt.

Grafik 14: Bezug der Entsprechenserklärung auch auf die zurückliegende Periode

Wir verweisen hier auf unsere Ausführungen unter Abschnitt 6.1 (Best Practice Entsprechenserklärung).

4.2 Aufbereitung der Thematik im Geschäftsbericht 2003

4.2.1 Platzierung der Corporate Governance im Geschäftsbericht

Deutlich mehr Unternehmen als im Vorjahr widmen dem Thema Corporate Governance ein eigenständiges Kapitel im Geschäftsbericht. So stieg die Quote im SDAX von 28,9 % auf 67,4 %, im PAS von 45,0 % auf 57,9 % an. Dagegen gibt nicht einmal jedes vierte Unternehmen im General Standard einen separaten Bericht ab und verbannt die Thematik zumeist in den Bericht des Aufsichtsrats. Sechs Small Caps – davon zwei aus dem Prime Standard – und der MDAX-Wert Wella bieten ihren Aktionären über den Pflichthinweis im Anhang hinaus keinerlei Informationen zu den Corporate Governance Standards und diesbezüglichen Maßnahmen im Geschäftsbericht an. Der Pflichthinweis besagt lediglich, dass eine Entsprechenserklärung abgegeben und den Aktionären zugänglich gemacht wurde.

Tabelle 4: Platzierung von Corporate Governance Informationen im Geschäftsbericht

in %	DAX	MDAX	TecDAX	SDAX	PAS	GS	Gesamt
Eigenständiger Corporate Governance Bericht	100,0	83,3	81,8	67,4	57,9	23,5	68,4
Brief des Vorstands	13,3	6,3	9,1	4,7	10,5	2,9	7,4
Bericht des Aufsichtsrats	96,7	89,6	63,6	74,4	60,5	70,6	76,7
Ausführungen zur Aktie	10,0	10,4	27,3	27,9	15,8	20,6	18,1
Lagebericht	3,3	8,3	27,3	18,6	18,4	23,5	15,8
Nur Pflichthinweis im Anhang	0,0	2,1	0,0	0,0	5,3	11,8	3,3

Nach wie vor nutzen wenige Vorstandsvorsitzende die Chance, sich im Brief an die Aktionäre zu den Corporate Governance Standards des Unternehmens und zu deren Entwicklung zu äußern. Platzierten im Vorjahr noch 13 SDAX-Werte die Grundsätze

der Unternehmensführung im Aktionärsbrief, so waren es in diesem Jahr nur noch zwei: ce Consumer und GfK.

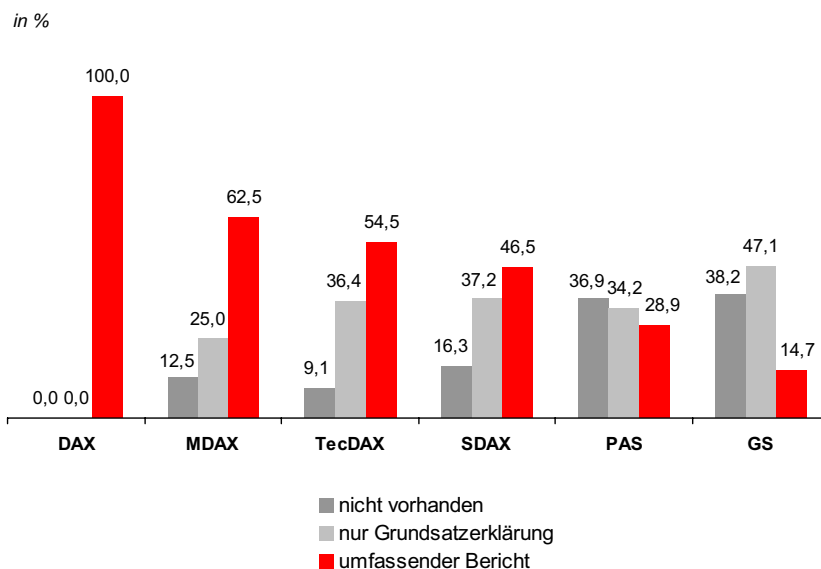
4.2.2 Informationsgehalt der Corporate Governance Ausführungen

„Vorstand und Aufsichtsrat“, heißt es in Kodex-Ziffer 3.10, „sollen jährlich im Geschäftsbericht über die Corporate Governance des Unternehmens berichten. Hierzu gehört auch die Erläuterung eventueller Abweichungen von den Empfehlungen dieses Kodexes. Dabei kann auch zu den Kodexanregungen Stellung genommen werden.“

Die Empfehlung des Kodexes ist so zu interpretieren, dass im entsprechenden Abschnitt des Geschäftsberichts – mit Bezugnahme auf das jeweilige Berichtsjahr – dargestellt werden soll, wie es um die Corporate Governance bestellt ist: ob und wie die Standards weiterentwickelt und welche Maßnahmen hierzu ergriffen wurden (beispielsweise Änderungen von Satzung oder Geschäftsordnungen), aber auch, ob sich das Unternehmen konform mit seiner Entsprechenserklärung verhalten hat und inwiefern zukünftig vom Regierungskodex abgewichen wird.

Dieser Aufgabe entledigen sich rund 30 % der Unternehmen mit einem Grundsatzbekenntnis zum Deutschen Corporate Governance Kodex sowie dem Hinweis darauf, dass im Berichtsjahr eine neue Entsprechenserklärung abgegeben wurde (deren Wortlaut in aller Regel wiedergegeben wird). Ein Corporate Governance Bericht, der diesen Namen verdient, ist im Small-Cap-Segment die Ausnahme – viele Nebenwerte bieten sogar überhaupt keine Erläuterungen an, sondern geben weitgehend kommentarlos ihre Entsprechenserklärung wieder. Dagegen ist die Abgabe eines umfassenden Berichts bei den Blue Chips obligatorisch.

Grafik 15: Informationsgehalt des Corporate Governance Berichts im Geschäftsbericht



Die Qualität der Berichte ist – größtenteils unabhängig von ihrem Umfang – sehr unterschiedlich. Folgende Trends sind nicht zu übersehen:

- Zahlreiche Corporate Governance Berichte enthalten fast ausschließlich eine Darstellung der Corporate Governance Standards des Unternehmens und stellen allenfalls sporadisch einen Bezug zum aktuellen Berichtsjahr her. Insofern erfüllt der Bericht eher die Funktion, die unternehmensspezifischen Regelungen zu dokumentieren. Es dürfte jedoch zumindest fraglich sein, ob einem Aktionär mit Selbstverständlichkeiten von der Art, die XY AG sei eine Aktiengesellschaft nach

deutschem Recht und der Vorstand werde durch den Aufsichtsrat kontrolliert, tatsächlich geholfen ist.

- Die umfangreichen Corporate Governance Berichte werden, vor allem wenn sie sich eher der grundsätzlichen Darstellung der Unternehmensführung widmen, von den Unternehmen häufig in den Anhang des Geschäftsberichts verbannt.
- Nicht selten geht der Bericht des Aufsichtsrats sehr viel konkreter auf die Maßnahmen im Zusammenhang mit Unternehmensführung und -kontrolle ein als der separat ausgewiesene Corporate Governance Bericht.

Tabelle 5: Informationsgehalt der Corporate Governance Ausführungen

	DAX	MDAX	TecDAX	SDAX	PAS	GS	Gesamt
in %							
Umfassende Darstellung der Corporate Governance Standards und ihrer Entwicklung im Berichtsjahr	76,7	33,3	27,3	27,9	13,1	2,9	29,3
Umfassende Darstellung mit sporadischem Bezug zum Berichtsjahr	23,3	29,2	27,3	18,6	15,8	11,8	20,9
Lediglich Grundsatzklärung zur Akzeptanz des Kodexes	0,0	25,0	36,4	37,2	34,2	47,1	30,2
Wiedergabe der Entsprechenserklärung	96,7	87,5	81,8	81,4	84,2	64,7	82,8
Erläuterung künftiger Abweichungen von den Empfehlungen des Kodexes	93,3	75,0	81,8	67,4	71,1	41,2	70,7

Als gelungen haben wir unter anderem die Corporate Governance Berichte von RWE und Celanese eingestuft. Beide Berichte beschäftigen sich ausführlich mit den Maßnahmen im Berichtsjahr und weichen damit in punkto Aktualität wohltuend von anderen Darstellungen ab. So geht RWE detailliert auf folgende Aspekte ein:

- Verknüpfung von Führungsebenen über das neue Group Business Committee
- Überprüfung der Effizienz der Aufsichtsratsstätigkeit, Umsetzung von Verbesserungsmöglichkeiten
- Erweiterung der Möglichkeiten zur Stimmrechtsvertretung über das Internet
- Implementierung einer neuen Insiderrichtlinie für Mitarbeiter
- Anpassung der Aufsichtsratsvergütung

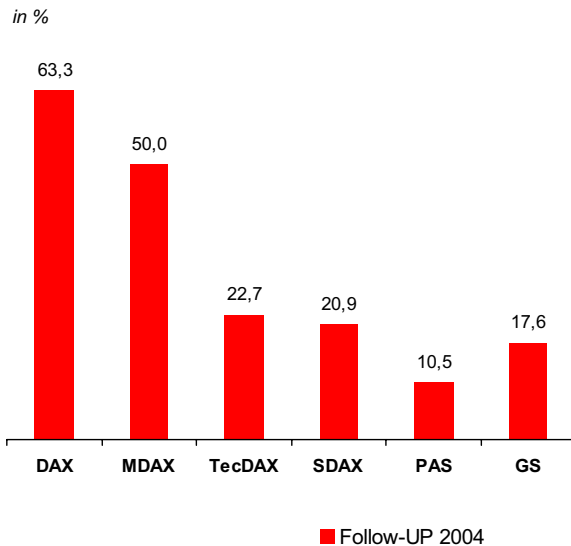
Das MDAX-Unternehmen Celanese erörtert im Corporate Governance Bericht folgende Themen:

- Implementierung eines global gültigen Verhaltenskodexes
- Regelmäßige Berichterstattung des Globalen Governance & Risiko Beauftragten an den Finanz- und Auditausschuss des Aufsichtsrats – Ergebnis: kein wesentlicher Verstoß gegen Verhaltenskodex
- Standardisierung und Harmonisierung des Risikomanagementsystems – Information des Finanz- und Auditausschusses
- Anpassungen in der Geschäftsordnung und Geschäftsverteilung des Vorstands
- Implementierung eines stellvertretenden Vorstandsvorsitzenden in der Geschäftsführung
- Effizienzprüfung des Aufsichtsrats im Wege einer Selbsteinschätzung
- Maßnahmen entsprechend Sarbanes Oxley Act

Auf die Effizienzprüfung des Aufsichtsrats kommen nur wenige Unternehmen so ausführlich zu sprechen wie RWE und Celanese – wenn überhaupt. Zwar erklären neben den Kodex-Totalverweigerern bloß zwei weitere Unternehmen (Pfleiderer im SDAX und KSB im General Standard), dass sie dem Regelwerk in diesem Punkt nicht entsprechen wollen. Doch nicht einmal ein Drittel der Geschäftsberichte enthält Informationen zu

der vom Kodex geforderten „regelmäßigen“ Überprüfung der Effizienz innerhalb des Aufsichtsrats.

Grafik 16: Hinweis auf Effizienzprüfung des Aufsichtsrats im Geschäftsbericht



Zumeist wird nur der knappe Hinweis geboten, dass der Aufsichtsrat die Effizienz seiner Tätigkeit überprüft habe, dies beabsichtige oder sich zumindest mit der Frage beschäftigt habe. Nur in Ausnahmefällen erfährt der Leser, auf welche Weise und durch wen die Prüfung durchgeführt wurde und zu welchen Ergebnissen sie kam. Gehaltvoll sind beispielsweise die Ausführungen von Münchener Rück, Hypovereinsbank (hier mündete die Effizienzprüfung unter anderem in eine neue Geschäftsordnung des Aufsichtsrats) oder Takkt, in deren Geschäftsbericht es heißt: „Im November 2003 haben wir erstmals einen umfangreichen Fragebogen zur Effizienzprüfung des Aufsichtsrats eingesetzt. Hiermit konnten die Aufsichtsratsmitglieder die Arbeit und Kompetenz unseres Gremiums systematisch bewerten. Zu den Ergebnissen des Fragebogens fand dann in der Dezembersitzung eine umfassende Aussprache statt. Als Ergebnis dieser Evaluation stellten die Aufsichtsratsmitglieder nur einen geringen Verbesserungsbedarf fest.“

4.2.3 Informationsgehalt des Vergütungsberichts

Immerhin 82,1 % der in unserer Grundgesamtheit enthaltenen Unternehmen wollen gemäß ihrer Entsprechenserklärung die Empfehlung 4.2.3 Absatz 3 Satz 1 und 2 des Kodexes umsetzen. Damit haben sie sich verpflichtet,

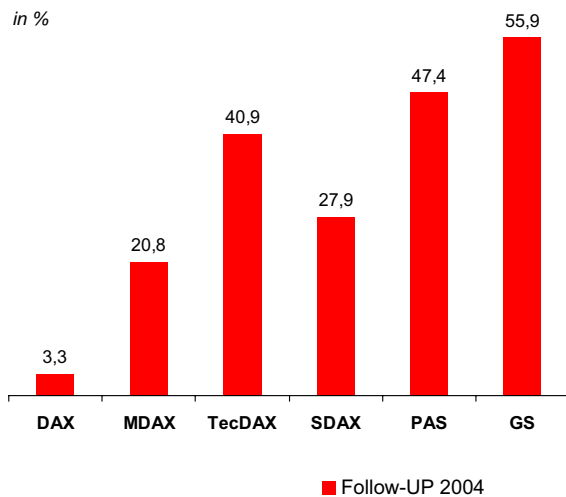
- die Grundzüge des Vergütungssystems sowie
- die konkrete Ausgestaltung eines Aktienoptionsplans oder vergleichbarer Gestaltungen für Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung
- einschließlich Angaben zum Wert von Aktienoptionen

auf ihrer Internetseite in allgemein verständlicher Form bekannt zu machen und im Geschäftsbericht zu erläutern.

Im Rahmen der Studie hat uns interessiert, ob und auf welche Weise die Unternehmen dieser Selbstverpflichtung nachkommen. Dabei verstehen wir unter „Erläuterung der Grundzüge“, dass deutlich gemacht wird, wovon die Höhe der einzelnen Vergütungskomponenten (fixer Anteil, variabler Bonus oder Tantieme und, soweit vorhanden, eine Komponente mit langfristiger Anreizwirkung) abhängt, aber auch, wie sie aufgrund der wirtschaftlichen Entwicklung (oder Performance) im Berichtsjahr konkret errechnet wurden.

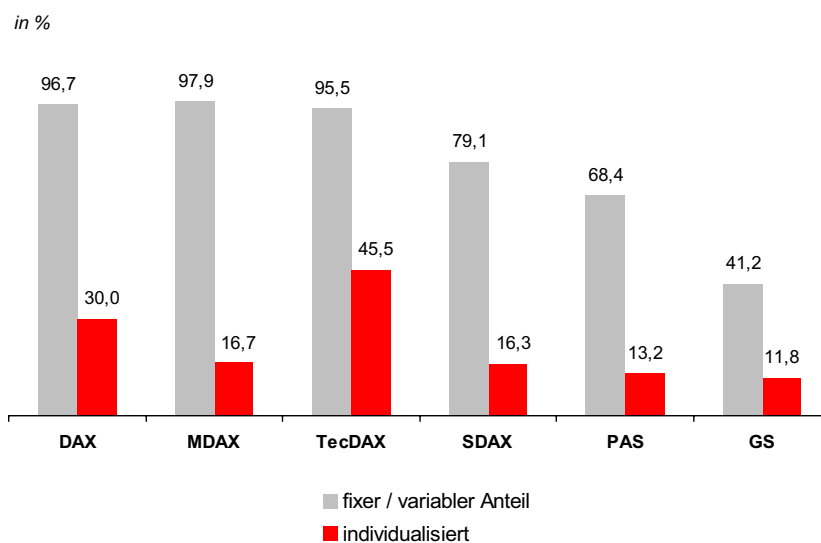
Legt man diese Kriterien an, so enthalten nur 55 der untersuchten 215 Geschäftsberichte einen lückenlosen Vergütungsbericht. Weitere 61 Berichte bieten zumindest einen unvollständigen Vergütungsbericht, der entweder nicht auf alle Bestandteile eingeht oder die jeweiligen Komponenten nicht ausführlich genug erläutert. Gleich 70 Geschäftsberichte (32,6 %) enthalten trotz anders lautender Entsprechenserklärung keinen Vergütungsbericht, der obige Kriterien zumindest teilweise erfüllt.

Grafik 17: Fehlender Vergütungsbericht im Geschäftsbericht trotz anders lautender Entsprechenserklärung



Zahlreiche Gesellschaften weisen ohne jede Erläuterung die Gesamtvergütung des Vorstands, differenziert nach fixem und variablem Anteil, aus; offensichtlich sind sie der Meinung, dass damit der selbst auferlegten Pflicht, die Grundzüge des Vergütungssystems zu erläutern, bereits Genüge getan ist. Jedes fünfte Unternehmen trennt nicht einmal zwischen diesen beiden Komponenten.

Grafik 18: Differenzierter und individualisierter Ausweis der Vorstandsvergütung



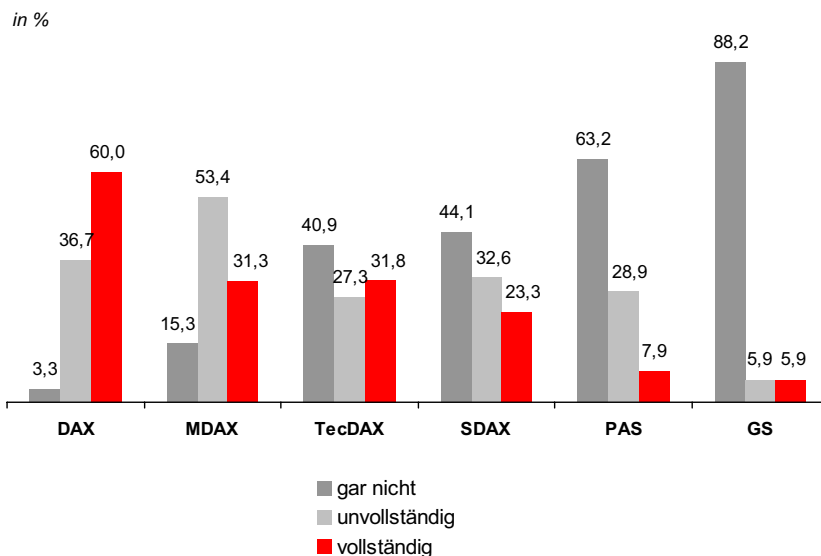
Doch kurioserweise liefern selbst einige Unternehmen, die ihre Vorstandsvergütung individualisiert ausweisen und damit eigentlich für beispielhafte Transparenz im Sinne des Kodexes stehen, keine nach unserer Einschätzung ausreichende Darstellung der Grundzüge ihres Vergütungssystems. Ein Beispiel im SDAX ist die Deutsche Euroshop, die einen variablen Anteil für eines ihrer Vorstandsmitglieder ausweist, aber nicht erläu-

tert, nach welchen Kriterien dieser festgelegt wurde. Ähnliches lässt sich bei GrenkeLeasing (ebenfalls SDAX) oder Vivacon (PAS) feststellen.

Manche Vergütungsberichte bleiben hinsichtlich einiger Komponenten sehr abstrakt – selbst im Bereich von MDAX und DAX. Zum Beispiel erläutert Stada (ein MDAX-Unternehmen, das die Bezüge individualisiert ausweist) die Grundzüge des Vergütungssystems so: „Zum Bilanzstichtag bestand für den Vorstand des Unternehmens kein Aktienoptionsplan. Die Aufteilung der Vergütung in fixe und variable Bestandteile regelt sich individuell nach den Bestimmungen des jeweiligen Anstellungsvertrages des einzelnen Vorstandsmitglieds.“ Interessant wäre in diesem Zusammenhang zum Beispiel gewesen, an welchen Messgrößen (EBIT? Wertsteigerung? Dividende? Persönliche Zielerreichung?) sich die individuellen Regelungen orientieren.

Nicht selten wird das Aktienoptionsprogramm, also die dritte Säule eines Vergütungsmodells, in aller Ausführlichkeit dargestellt, während die Aussagen zu Säule 2 (variabler Bonus oder Tantieme) bemerkenswert vage bleiben. Beispielsweise erläutert Thyssen Krupp, ein Unternehmen mit sehr hohen Corporate Governance Standards, detailliert die lang- und mittelfristigen Management Incentive Pläne, trifft aber keine entsprechend informativen Aussagen zur Tantieme des Vorstands, die sich im Geschäftsjahr 2003 auf 79 % des fixen Vergütungsbestandteils beläuft.

Grafik 19: Erläuterung der Grundzüge des Vergütungssystems im Geschäftsbericht



Eine Reihe von Unternehmen sticht mit ausführlichen und verständlichen Vergütungsberichten aus dem Durchschnitt heraus. Dazu gehören ce Consumer, die mit einem vierseitigen, transparenten Vergütungsbericht innerhalb des Small-Cap-Bereichs als Benchmark anzusehen sind, genauso wie Morphosys, Heidelberg Cement, Hamborner und Pfeiderer. Letztere Gesellschaft weist die Vorstandsvergütung nicht individuell aus, erläutert aber sehr exakt, anhand welcher Kriterien die variablen Vergütungskomponenten der einzelnen Vorstandsmitglieder ermittelt werden. Letztlich schafft die Pfeiderer AG so mehr Transparenz als viele Unternehmen, die ihre Vorstandsbezüge individualisiert aufschlüsseln.

Die Hamborner AG im General Standard zeigt, dass hinreichende Darstellungen nicht unbedingt immer mehrere Seiten umfassen müssen. Im Geschäftsbericht heißt es: „Die Vergütung des Vorstands ist leistungsorientiert und enthält etwa je zur Hälfte feste sowie variable Bestandteile. Die feste Vergütung wird monatlich als Gehalt ausgezahlt. Die variable Vergütungskomponente wird einmal jährlich als Tantieme gezahlt und ist abhängig von der für das jeweilige Geschäftsjahr zur Ausschüttung gelangenden Dividende. Von einer zusätzlichen langfristig ausgerichteten Vergütungskomponente – etwa im Rahmen

eines Aktienoptionsprogramms – wurde im Hinblick auf den damit verbundenen sehr hohen Verwaltungsaufwand und die kleine Zahl der Vorstandsmitglieder bislang abgesehen.“

4.3 Verfügbarkeit im Internet

Das Internet spielt im Rahmen der Corporate Governance Kommunikation eine bedeutende Rolle. Der Kodex unterstreicht diese Bedeutung unter anderem mit der Ziffer 6.8, die den Unternehmen empfiehlt, Informationen auch über die übersichtlich gegliederte Unternehmens-Website bereitzustellen. Bis auf die Kampa AG bieten alle untersuchten Unternehmen auf ihren Internetseiten zumindest die Entsprechenserklärung separat an. Gegenüber der letztjährigen Untersuchung hat überdies der Anteil der Unternehmen, die weitere Informationen liefern oder zum Regierungskodex verlinken, zugenommen. Sehr schwach ausgeprägt ist die Online-Kommunikation nach wie vor im General Standard. 24 der untersuchten 40 Unternehmen bieten nichts als die unkommentierte Entsprechenserklärung.

4.3.1 Auffindbarkeit der Corporate Governance Ausführungen

Die Navigation hat sich im Vergleich zum letzten Jahr vereinheitlicht – rund drei Viertel der Unternehmen (Vorjahr: 66,4 % der Small Caps) siedeln die Thematik unter einem eigenen Menüpunkt im Investor-Relations-Menü (alternativ „Aktie“ oder „Investoren“ genannt) an. In den meisten Fällen sind die Ausführungen sehr gut auffindbar.

Tabelle 6: Platzierung von Corporate Governance im Internet

	DAX	MDAX	TecDAX	SDAX	PAS	GS	Gesamt
in %							
Platzierung auf Startseite	10,0	4,2	4,3	2,1	5,0	0,0	3,9
eigener Menüpunkt unter „Investor Relations“ bzw. „Aktie“	73,3	64,6	82,6	83,3	72,5	77,5	75,1
Eigener Menüpunkt unter „Unternehmen“	6,7	18,8	8,7	8,3	10,0	5,0	10,0
Platzierung auf 4. Ebene oder darunter	13,3	12,5	4,3	6,3	10,0	17,5	10,9
Keine Informationen im Internet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suchfunktion	80,0	68,8	47,8	52,1	55,0	15,0	52,8

Von dieser Regel gibt es bemerkenswerte Ausnahmen. Jedes zehnte Unternehmen hält die Informationen nicht auf der zweiten oder dritten Hierarchie-Ebene einer Website (z.B. Home -> Investor Relations -> Corporate Governance) bereit, sondern recht versteckt in einem Untermenü. Beispiel Data Modul: Wer sich für die Grundsätze der Unternehmensführung interessiert, muss auf die Idee kommen, unter Investor Relations auf den Button „Aktie“ und dann noch eine Ebene darunter auf „Aktieninformationen“ zu klicken. Dort findet sich, wenn man nur lange genug nach unten scrollt, im Informationsfeld „Notierungen“ ein Link zur Entsprechenserklärung. Unterboten wird Data Modul freilich noch von der im General Standard notierten Arxes AG, die ihre Entsprechenserklärung allen Ernstes in das unscheinbare Impressum der Website eingebaut hat.

Wegen der übersichtlichen Navigation bei den meisten Unternehmen dürfte eine Suchfunktion von untergeordneter Bedeutung sein. Dennoch haben wir auch dieses Kriterium untersucht; bei jedem zweiten Unternehmen wird man unter dem Suchbegriff „Governance“ fündig. Bis auf wenige Ausnahmen ist „Corporate Governance“ zugleich die Bezeichnung des Menüpunkts

4.3.2 Informationsgehalt der Website

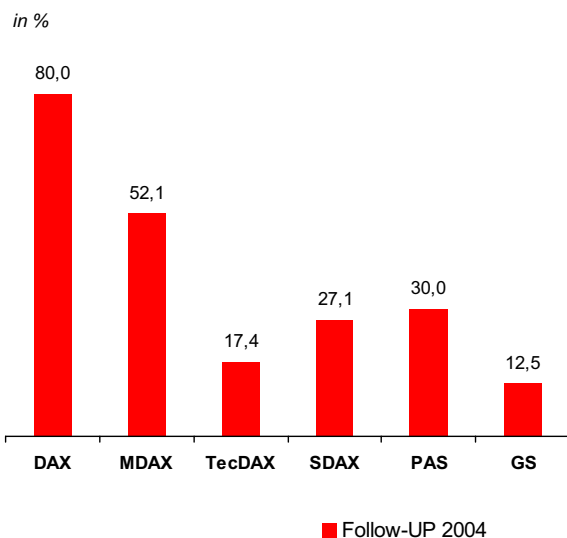
Unter dem Stichwort „Corporate Governance“ werden heute – entsprechend den erweiterten Anforderungen des Kodexes – durchschnittlich mehr Informationen angeboten als noch vor einem Jahr. Aber: Etliche Punkte sind nach unserer Ansicht noch verbesserungswürdig. So wäre es hilfreich, neben der aktuellen auch frühere Entsprechenserklärungen ins Netz zu stellen, damit Aktionäre eine Entwicklung ablesen können – nur jedes vierte Unternehmen bietet diesen Service. Der aktuelle Corporate Governance Bericht des Geschäftsjahres wird von einem Drittel der DAX-Unternehmen, sonst jedoch kaum zum Download bereitgestellt. Ohne großen Aufwand könnte hier das Informationsangebot wesentlich ausgebaut werden.

Tabelle 7: Informationsgehalt der Corporate Governance Seiten im Internet

	DAX	MDAX	TecDAX	SDAX	PAS	GS	Gesamt
in %							
Erläuterungen zur Entsprechenserklärung	96,7	62,5	52,2	60,4	55,0	20,0	56,8
Verfügbarkeit früherer Entsprechenserklärungen	36,7	20,8	17,4	27,1	30,0	10,0	23,6
Direkte Verfügbarkeit des aktuellen Corporate Governance Berichts	36,7	6,3	4,3	6,3	0,0	2,5	8,3
Link zur Regierungskommission oder Download des Kodexes	80,0	41,7	73,9	41,7	42,5	15,0	45,4

Das gilt umso mehr für das bereits ausführlich erläuterte Thema Vergütung. Da der Geschäftsbericht – in der Regel als PDF-Format – über die Website verfügbar ist, haben die Unternehmen automatisch den darin enthaltenen Vergütungsbericht online verfügbar gemacht und sind insofern der Forderung von Kodex-Ziffer 4.2.3 nachgekommen. Aktionärsfreundlicher wäre es allerdings, den Vergütungsbericht separat zum Download anzubieten. Im DAX ist das die Regel, in den anderen untersuchten Segmenten die Ausnahme.

Grafik 20: Explizite Bekanntmachung der Grundzüge des Vergütungssystems im Internet



Ein besonders ausführliches Informationsangebot im Internet bieten die SDAX-Werte ce Consumer und Phoenix, Morphosys und Sanacorp (PAS), Adidas, Allianz, BASF, Lufthansa, Metro und Münchener Rück im DAX sowie comdirect, KarstadtQuelle und Norddeutsche Affinerie im MDAX.

5 Unternehmensspezifisches Scoring

5.1 Scoring-Methode

Die Erkenntnisse aus der Analyse der Entsprechenserklärung sowie der kommunikativen Aufbereitung des Themenkomplexes Corporate Governance in Geschäftsbericht und Internet haben wir auch in der diesjährigen Studie in ein Scoring-Modell überführt. Trotz der wichtigen Einschränkungen, dass

- eine weitgehende Entsprechung der Kodex-Empfehlungen noch keine Garantie für gute Corporate Governance Standards in der Praxis ist,
- die Corporate Governance Standards kleinerer Unternehmen nicht allein deshalb schlechter sind, weil bestimmte Empfehlungen von ihnen nicht oder nur bedingt umsetzbar sind,
- in mittelständisch geprägten Familienunternehmen in der Regel andere Kontrollmechanismen und Anreizsysteme für stakeholder-orientiertes Verhalten vorherrschen als in großen Konzernstrukturen,
- der Wahrheitsgehalt der Entsprechenserklärungen nur unzureichend überprüft werden kann,
- die vorbildliche Kommunikation in Geschäftsbericht und Internet nicht den direkten Kontakt mit Aktionären und Investoren, etwa auf Hauptversammlungen oder One-on-Ones, ersetzt,

sind wir der Ansicht, dass ein solches Bewertungsschema die Qualität der Corporate Governance Standards der Unternehmen näherungsweise beschreibt.

Das Bewertungsschema wurde gegenüber dem Vorjahr wesentlich differenzierter gestaltet. Der maximal erreichbare Score von 100 Punkten setzt sich zu 40 % aus der Akzeptanz der Kodex-Empfehlungen gemäß der Entsprechenserklärung der Unternehmen, zu 60 % aus der Qualität der diesbezüglichen Finanzkommunikation zusammen.

Hinsichtlich der Entsprechenserklärung wurde von einer Gewichtung der einzelnen Empfehlungen nach Themenblöcken (entsprechend etwa der Corporate Governance Scorecard der DVFA) abgesehen, da dies angesichts der höchst unterschiedlichen Anzahl von konkreten Soll-Vorschriften je Themenblock im Rahmen unserer Untersuchung als nicht sinnvoll erschien. Darüber hinaus können die Empfehlungen je nach Einzelfall durchaus von unterschiedlicher unternehmensspezifischer Relevanz sein.

Die maximal erreichbare Punktzahl von 50 reduziert sich pro Ausnahme um 2 Punkte, sodass bei 20 Abweichungen oder mehr (gänzliche Ablehnung des Kodexes) ein Score von 0 erreicht wird. Unberücksichtigt blieben dabei die Kodex-Ziffern 5.3.1 und 5.3.2 (Bildung von Unterausschüssen bzw. eines Prüfungsausschusses des Aufsichtsrats) sowie die Empfehlung 5.4.5 Absatz 2 Satz 1 zur erfolgsorientierten Vergütung des Aufsichtsrats. Diesbezüglich verweisen wir auf den Beitrag von Dr. Lutz Angerer auf Seite 37ff.

Darüber hinaus wurden die Qualität der Entsprechenserklärung, die Ausführlichkeit und Platzierung der Erläuterungen im Geschäftsbericht (einschließlich Vergütungsbericht) sowie Informationsgehalt und Navigation des Internet-Auftritts beurteilt.

Neu hinzugekommen ist die Bewertung der tatsächlichen Veröffentlichungsfristen sowie die Berücksichtigung von Malus-Punkten, vor allem für Abweichungen von der Entsprechenserklärung. Das ausführliche Bewertungsschema befindet sich im Anhang auf Seite 43ff.

Je nach Score wurden die Unternehmen folgenden Klassen zugeordnet:

Tabelle 8: Scoring-Kategorien

Score	Corporate Governance Standards
über 81 Punkte	Vorbildlich
71 - 80 Punkte	Sehr gut
61 - 70 Punkte	Gut
51 - 60 Punkte	Zufrieden stellend
41 - 50 Punkte	Ausreichend
31 - 40 Punkte	Verbesserungswürdig
bis 30 Punkte	Unzureichend

Daraus ergibt sich folgende Gesamtbewertung:

Tabelle 9: Bewertung der Unternehmen auf einen Blick

Anzahl der Unternehmen	DAX	MDAX	TecDAX	SDAX	PAS	GS	Gesamt
Vorbildlich	8	0	0	0	1	0	9
Sehr gut	13	4	4	5	0	0	26
Gut	7	16	3	4	4	1	35
Zufrieden stellend	2	17	9	14	9	2	53
Ausreichend	0	7	5	7	13	3	35
Verbesserungswürdig	0	2	0	8	8	10	28
Unzureichend	0	2	0	3	2	17	24
Gesamt	30	48	21	41	37	33	210

Weniger als 5 % der Unternehmen erzielen eine Bewertung in der höchsten Kategorie. Insgesamt 70 der 210 Werte erzielen mindestens ein „gutes“ Urteil, 82 Unternehmen sind nach unseren Kriterien als „nicht zufrieden stellend“ einzustufen. Im General Standard sind das über 90 % der Unternehmen.

Wie im Vorjahr lässt sich festhalten, dass die SDAX-Werte im Durchschnitt eine erheblich bessere Bewertung erzielen als die kleineren Werte der PAS-Gruppe – nicht etwa, weil sie dem Kodex mehr entsprechen als diese, sondern weil sie in ihrer Kommunikation proaktiver mit ihren Corporate Governance Standards umgehen.

Bei den größeren Werten fällt vor allem der deutliche Vorsprung der DAX-Werte gegenüber MDAX und TecDAX auf.

5.2 Top Scorer in den jeweiligen Segmenten

Acht DAX-Werte haben in unserem Scoring das Prädikat „vorbildlich“ erhalten. Den höchsten Wert erreichte dabei die Altana AG. Sie setzt die Empfehlungen des Kodexes ausnahmslos um und hat – dies gemeinsam mit Allianz und der Deutschen Beteiligungen AG – die qualitativ beste Entsprechenserklärung abgegeben, in der auch zu den Anregungen Stellung genommen wird. Im Geschäftsbericht haben uns der Corporate Governance- und der Vergütungsbericht überzeugt.

Bester Small Cap ist in diesem Jahr die im Prime All Share notierte Morphosys AG. Sie weicht lediglich in einem Punkt (Selbstbehalt D&O-Versicherung) von den Empfehlungen des Kodexes ab, setzt die kommunikativen Anforderungen ohne Aus-

nahme mustergültig um und punktet darüber hinaus durch sehr kurze Veröffentlichungsfristen.

Top Scorer innerhalb der jeweiligen Vergleichsgruppen sind comdirect und Celanese (MDAX), Epcos (TecDAX), ce Consumer (SDAX), die zugleich in der Gesamtgruppe den höchsten Punktwert für die kommunikative Umsetzung in Geschäftsbericht und Internet erhielten, sowie Hamborner, das einzig mit „gut“ bewertete Unternehmen im General Standard.

Die Hamborner AG zählt zugleich zu den Unternehmen, die innerhalb unserer Vergleichsgruppe den größten Sprung nach vorne gemacht haben (Verbesserung um 38 Plätze). Weitere Aufsteiger des Jahres waren Teles (plus 39), DIS (36), OHB Technology (33) und ADVA (30).

Die Scoring-Tabellen sind im Anhang ab Seite 45 wiedergegeben.

6 Kommunikative Empfehlungen

6.1 „Best Practice“ Entsprechenserklärung

Viele der nachstehenden Punkte mögen für die meisten der Unternehmen selbstverständlich sein. Doch zeigt unsere Erhebung, dass bei der Formulierung von Entsprechenserklärungen zum Teil technische Fehler begangen werden, die bei größerer Sorgfalt vermeidbar wären. Bestandteil der Checkliste sollten unter anderem folgende Fragen sein:

- Bezieht sich die Entsprechenserklärung eindeutig auf die aktuelle Fassung des Regierungskodexes?
- Sind im Falle von Abweichungen die Kodex-Ziffern richtig zugeordnet?
- Ist die Erklärung datiert?
- Ist die Erklärung von Vorstand und Aufsichtsrat unterzeichnet?
- Trennt die Darstellung sauber zwischen der Frage, ob entsprochen wird und entsprochen wurde?
- Sind die Abweichungen begründet?
- Wird auch auf die Anregungen des Kodexes eingegangen?

Im Zusammenhang mit der sauberen Trennung der Berichtsperioden ist ebenfalls zwischen den unterschiedlichen Kategorien von Abweichungen (oder erstmaliger Compliance-Erklärung) zu differenzieren:

- Empfehlungen, von denen man bisher gemäß Entsprechenserklärung abwich, die man aber künftig umzusetzen bereit ist
- Empfehlungen, denen man bisher gemäß Entsprechenserklärung entsprach, künftig aber nicht mehr entsprechen möchte
- Empfehlungen, die man – entgegen der bisherigen Entsprechenserklärung – im zurückliegenden Geschäftsjahr nicht umgesetzt hat
- Empfehlungen, die erst mit einer neuen Kodex-Fassung Gültigkeit erlangt haben und zu denen erstmals eine Erklärung abgegeben wird

In diesem Zusammenhang verweisen wir auf unser Muster für den Aufbau künftiger Entsprechenserklärungen und diesbezüglicher Erläuterungen in der Vorjahres-Studie (S. 41), das nach unserer Überzeugung weiterhin Gültigkeit hat.

6.2 „Best Practice“ Corporate Governance Bericht

Ein Corporate Governance Bericht gemäß Kodex-Ziffer 3.10 sollte nach unserer Ansicht vorwiegend die Standards des Unternehmens und deren Weiterentwicklung – samt der hierzu ergriffenen Maßnahmen – im Berichtsjahr darstellen. Dabei sind wir entschieden der Meinung, dass ein Bericht, der weitgehend von Grundsatzklärungen befreit wird, auf zwei Seiten komprimiert formuliert werden kann und daher nicht wegen seines enormen Umfangs im Anhang (Notes) untergebracht werden muss.

Die Aktualität des Corporate Governance Berichts nimmt zu, wenn er sich unter anderem an folgenden Fragestellungen orientiert:

- Gab es eine Änderung des Regelwerks der Gesellschaft (Satzung, Geschäftsordnungen, unternehmensspezifische Kodices zu Corporate Governance oder ethischem Verhalten)? Wenn ja, wie und wann wurde sie beschlossen und in welchem Zeitraum umgesetzt?
- Wie erfolgte die laufende Berichterstattung (zum Beispiel durch den Corporate Governance Beauftragten) an Vorstand und Aufsichtsrat? Gab es Besonderheiten in den Berichten? Sind wesentliche Abweichungen von der Entsprechenserklärung oder sonstigen schriftlich fixierten Grundsätzen aufgetreten?

- Sind Interessenskonflikte aufgetreten?
- Gab es personelle Änderungen (Vorstand, Aufsichtsrat, Corporate Governance Beauftragter)? Kam es im Berichtsjahr zu Änderungen der Führungsstruktur?
- Wie haben die Aktionäre des Unternehmens im Berichtsjahr an der Entscheidungsfindung mitgewirkt? Welche Präsenz wurde auf der Hauptversammlung festgestellt?
- Wie wurden die Aktionäre im Berichtsjahr informiert? Wurden die im Kodex geforderten Berichtspflichten eingehalten oder gar übererfüllt (z. B. durch eine maßgebliche Unterschreitung der empfohlenen Fristen)? Wo gab es Verbesserungen hinsichtlich Transparenz und Aktualität? Bei Bilanzierung nach HGB: Welche Vorbereitungen wurden für die Umstellung auf internationale Rechnungslegung getroffen?
- Hat der Aufsichtsrat (und soweit vorhanden – haben dessen Ausschüsse) die Effizienz seiner (ihrer) Tätigkeit überprüft? Wurde dabei auf externen Sachverstand zurückgegriffen? Welche Methodik kam zur Anwendung? Welche Ergebnisse erbrachte die Prüfung, und mündeten diese in Verbesserungsmaßnahmen?
- Wurde das Risikomanagementsystem der Gesellschaft weiterentwickelt?
- Kam es zu mitteilungspflichtigen Wertpapiergeschäften?
- In welchen Sitzungen wurde die neue Entsprechenserklärung entwickelt, wann wurde sie verabschiedet? Wie lassen sich künftige Abweichungen (sofern vorhanden) vom Regierungskodex begründen? Wurden neben dem deutschen Kodex weitere Regelwerke berücksichtigt? Welche Abweichungen gibt es gegenüber der letztjährigen Entsprechenserklärung?

Natürlich sind nicht alle der genannten Aspekte für eine jede Gesellschaft von Relevanz. Doch sollte überprüft werden, ob sich manche Fragestellungen nicht auch für eine Negativklärung eignen („... sind im Berichtsjahr nicht aufgetreten / kam nicht zur Anwendung...“). So wird demonstriert, dass sich das Unternehmen mit dem jeweiligen Aspekt inhaltlich auseinandergesetzt hat.

6.3 „Best Practice“ Vergütungsbericht

Ein Vergütungsbericht sollte sämtliche Vergütungsbestandteile verständlich und mit nicht allzu großem Abstraktionsgrad darstellen und darüber hinaus die im aktuellen Geschäftsbericht ausgewiesene Vergütung aus dieser Darstellung der Grundzüge herleiten. Empfehlenswert ist, der Darstellung der Komponenten neben Aktienoptionen oder ähnlichen Gestaltungen größeres Augenmerk zu widmen. Aussagen wie: „Der variable Anteil ist abhängig vom Unternehmenserfolg“ können sicherlich konkretisiert werden: Wie wird der Erfolg gemessen? Gibt es eine Obergrenze für den variablen Anteil? In welcher Bandbreite bewegt sich das Verhältnis von fixem zu variablem Anteil?

6.4 Optimierungsmöglichkeiten im Internet

Verbesserungen im Internet sind unseres Erachtens ohne großen Aufwand durchführbar. Wir empfehlen die Darstellung der Corporate Governance unter einem Menüpunkt auf der Startseite oder im Investor Relations Menü. Die Seiten könnten folgende Informationen enthalten:

- Aktuelle und frühere Entsprechenserklärung(en) einschließlich Erläuterungen
- Corporate Governance Bericht zum abgelaufenen Geschäftsjahr
- Vergütungsbericht
- Unabhängigkeitserklärung des Wirtschaftsprüfers
- Unternehmensspezifischer Kodex
- Satzung und Geschäftsordnungen
- Link zum Regierungskodex oder Download
- Soweit anwendbar, Link zu anderen Regelwerken

Darüber hinaus könnte überlegt werden, das Thema Corporate Governance in den Finanzkalender des Unternehmens zu integrieren (z. B. „Dezember 2004 – Abgabe der neuen Entsprechenserklärung“).

Rechtliche Aspekte der Empfehlungen des Corporate Governance Kodexes zur Organvergütung

von Dr. Lutz Angerer, LL.M., Rechtsanwalt und Partner, Lovells

Die Corporate Governance Studie von ergo Kommunikation zeigt, dass den Empfehlungen des Corporate Governance Kodexes alles andere als durchgängig entsprochen wird. Dies hat in vielen Fällen rechtliche Hintergründe und Implikationen. Im Mittelpunkt des öffentlichen Interesses steht die Organvergütung. Insoweit stellen sich zahlreiche praxisrelevante Rechtsfragen. Auf einige davon soll nachfolgend eingegangen werden.

Individualisierte Offenlegung der Organvergütung

Gemäß Ziffer 4.2.4 des Corporate Governance Kodexes soll die Vergütung der Vorstandsmitglieder im Anhang des Konzernabschlusses aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung ausgewiesen werden, und zwar individualisiert. Ziffer 5.4.5 Satz 6 des Corporate Governance Kodexes sieht vor, dass die Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder im Anhang des Konzernabschlusses individualisiert, aufgliedert nach Bestandteilen, ausgewiesen werden soll.

In der ursprünglichen, am 30. August 2002 im elektronischen Bundesanzeiger veröffentlichten, Fassung des Corporate Governance Kodexes gab es lediglich entsprechende Anregungen, die Umwandlung in Empfehlungen – mit der Folge, dass Abweichungen gemäß § 161 des Aktiengesetzes (AktG) offen gelegt werden müssen – erfolgte erst bei der Änderung des Corporate Governance Kodexes am 21. Mai 2003, die am 4. Juli 2003 im elektronischen Bundesanzeiger veröffentlicht wurde.

Wie die ergo-Studie zeigt, folgen nur sehr wenige Unternehmen diesen Empfehlungen. Nur 41 von 223 untersuchten Unternehmen weisen die Vorstandsvergütung individuell aus. Für Unternehmen, die noch nicht dazu gehören, dieser Empfehlung aber zukünftig folgen wollen, stellt sich die Frage, welche rechtlichen Rahmenbedingungen dabei zu beachten sind.

Auszugehen ist vom Recht der Organmitglieder auf informationelle Selbstbestimmung. Dieses Recht ist ein Ausfluss des allgemeinen Persönlichkeitsrechts, das wiederum durch die Artikel 1 und 2 des Grundgesetzes geschützt ist. Sofern die individualisierte Offenlegung der Bezüge in dieses Recht der Organmitglieder eingreift, bedarf es dafür einer besonderen Rechtfertigung.

Das Recht auf informationelle Selbstbestimmung schützt namentlich davor, dass der Betroffene durch Offenlegung von persönlichen Lebenssachverhalten der Öffentlichkeit preisgegeben wird. Grundsätzlich kann der Einzelne selbst entscheiden, ob, wann und innerhalb welcher Grenzen persönliche Daten über ihn in die Öffentlichkeit gelangen. Zwar ist der Schutz umso schwächer, je mehr sich der Einzelne in die Öffentlichkeit begeben, doch wird man nicht annehmen können, dass damit notwendiger- oder üblicherweise eine Preisgabe der persönlichen Einkommensverhältnisse verbunden ist.

Es sprechen also die besseren Argumente dafür, die individualisierte Veröffentlichung der Bezüge von Organmitgliedern als Eingriff in deren Recht auf informationelle Selbstbestimmung anzusehen. Dementsprechend hat das Amtsgericht Berlin Mitte in einem am 22. März 1995 ergangenen Urteil (Aktenzeichen 6 C 790/94) die Veröffentlichung der Geldbezüge eines Fußballspielers in einer Oberliga-Mannschaft als Eingriff in dieses Recht angesehen. Allerdings ließ das Gericht es ausdrücklich dahingestellt, ob bei der Veröffentlichung des Gehalts von „Spitzenmanagern“ genauso zu entscheiden wäre.

Ein weiteres Argument für einen Eingriff ist § 286 Abs. 4 des Handelsgesetzbuchs (HGB). Danach können im Anhang des Jahresabschlusses die gemäß § 285 Nr. 9 lit. a HGB verlangten Angaben über die Gesamtbezüge von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern unterbleiben, wenn sich anhand dieser Angaben die Bezüge eines Mitglieds dieser Organe feststellen lassen. § 286 Abs. 4 HGB ist auf die im Konzernanhang gemäß § 314 Abs. 1 Ziff. 6 lit. a HGB vorgeschriebenen entsprechenden Angaben analog anzuwenden. Das Handelsgesetzbuch geht somit davon aus, dass die individualisierte Offenlegung der Organvergütung einen Eingriff in das Recht der Organmitglieder auf informationelle Selbstbestimmung darstellt.

Damit ist zugleich gesagt, dass der Eingriff rechtswidrig ist, wenn es dafür keine besondere Rechtfertigung gibt. Der Corporate Governance Kodex kann diese Rechtfertigung nicht liefern, denn dabei handelt es sich lediglich um so genanntes „Softlaw“ in Gestalt von Empfehlungen einer Regierungskommission und nicht um ein staatliches Gesetz. Auch aus dem Handelsgesetzbuch oder anderen Gesetzen lässt sich kein Rechtfertigungsgrund herleiten.

Damit ist eine individualisierte Offenlegung der Organvergütung nur dann rechtmäßig, wenn die betroffenen Organmitglieder ihr zugestimmt haben. Bei Vorstandsmitgliedern ist es sicherlich eine elegante Methode, diese Zustimmung bereits in den Anstellungsvertrag mit aufzunehmen, und zwar explizit. Soweit dies nicht erfolgt ist, bleibt nur die Einholung von separaten Zustimmungserklärungen. Das Gleiche gilt für Aufsichtsratsmitglieder, mit denen ja kein Anstellungsvertrag geschlossen wird.

Wird im Organ über die Einhaltung der Empfehlung abgestimmt, so rechtfertigt eine bloße Mehrheitsentscheidung – mag diese auch nach der Geschäftsordnung ausreichend sein – nicht den Eingriff in das Recht auf informationelle Selbstbestimmung derjenigen Organmitglieder, die nicht zugestimmt haben. Entsprechendes gilt für eine einstimmige Beschlussfassung, an der nicht alle Organmitglieder teilnehmen.

Sind dagegen sämtliche Organmitglieder bei der Beschlussfassung anwesend und stimmen für die Einhaltung der entsprechenden Empfehlung des Corporate Governance Kodexes, lässt sich gut vertreten, dass damit auch die erforderliche Zustimmung der einzelnen Organmitglieder vorliegt. Anderer Auffassung kann nur sein, wer sich auf den Standpunkt stellt, dass die Organmitglieder bei den Abstimmungen im Organ ihren „Organhut“ tragen, die Zustimmungserklärung jedoch mit ihrem „Individualhut“ abgeben müssen. Wer dies so sieht, müsste trotz der Zustimmung des einzelnen Organmitglieds im Organ (mit „Organhut“) konsequenterweise noch eine separate individuelle Zustimmungserklärung eines jeden Organmitglieds (mit „Individualhut“) verlangen. Fazit: Wenn die Gesellschaft auf Nummer sicher gehen will, wird sie in jedem Fall von jedem Organmitglied eine individuelle Zustimmungserklärung einholen.

Wird die individuelle Vergütung eines Organmitglieds ohne die erforderliche Zustimmung veröffentlicht oder droht eine solche Veröffentlichung, kann das Organmitglied im Wege der so genannten „actio quasi-negatoria“ Unterlassung von der Gesellschaft verlangen. In Eilfällen kommt insoweit auch der Antrag auf Erlass einer einstweiligen Verfügung gegen die Gesellschaft in Betracht.

Aber auch Schadenersatzansprüche betroffener Organmitglieder sind denkbar, wenn das Zustimmungserfordernis ignoriert wird. Zwar werden materielle Schäden der Organmitglieder in Folge der individuellen Veröffentlichung ihrer Vergütung die Ausnahme sein, doch ist nach der Rechtsprechung auch der immaterielle Schaden ersatzfähig, weil die Geldentschädigung unter anderem der Genugtuung und der Prävention dienen soll.

Die Höhe des zu zahlenden Schadenersatzes ist abhängig von der Intensität der Verletzung. Die Schadenersatzsummen, die in den hier behandelten Konstellationen in Rede stehen, werden regelmäßig alles andere als astronomisch sein. Im vorstehend zitierten Urteil des Amtsgerichts Berlin Mitte wurden dem Oberliga-Fußballspieler z. B. DM 1.500 zugesprochen.

Erfolgsorientierte Aufsichtsratsvergütung

Der Corporate Governance Kodex empfiehlt in Ziffer 5.4.5 Satz 4: „Die Mitglieder des Aufsichtsrats sollen neben einer festen eine erfolgsorientierte Vergütung erhalten.“ In Ziffer 5.4.5 Satz 5 regt er an: „Die erfolgsorientierte Vergütung sollte auch auf den langfristigen Unternehmenserfolg bezogene Bestandteile enthalten.“ Beides war so bereits in der ursprünglichen Version des Corporate Governance Kodexes ausgesprochen. Dies ändert allerdings nichts daran, dass – wie die ergo-Studie gezeigt hat – die Einhaltung zumindest unterhalb des MDAX zu wünschen übrig lässt.

Dies mag daran liegen, dass eine erfolgsorientierte Vergütung des Aufsichtsrats vielfach als wenig sinnvoll angesehen wird. So wird dagegen eingewandt, dass die Qualität der Kontrolle nicht durch eine Erfolgsbeteiligung steige. Gerade bei kleineren Unternehmen finde eine effiziente Kontrolle in anderer Weise statt. Sitze beispielsweise der Firmengründer und Mehrheitsaktionär im Aufsichtsrat, benötige er keine zusätzlichen Anreize durch eine erfolgsabhängige Vergütung.

Die Rechtsprechung macht es den Gesellschaften überdies nicht einfach, Ziffer 5.4.5 des Corporate Governance Kodexes in rechtlich zulässiger Weise einzuhalten. So hat der Bundesgerichtshof in seinem Urteil vom 16. Februar 2004 (Aktenzeichen II ZR 316/02) entschieden, dass nackte Aktienoptionen für Aufsichtsräte nicht zulässig sind.

Die Bedienung von nackten Optionen mit bedingtem Kapital hält der Bundesgerichtshof für unzulässig, weil § 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG eine bedingte Kapitalerhöhung nur zwecks Unterlegung von Aktienoptionen zulässt, die Arbeitnehmern und Mitgliedern der Geschäftsführung – mithin nicht Aufsichtsräten – gewährt werden. Mit dieser Regelung, so der Bundesgerichtshof, habe der Gesetzgeber auch die Bedienung von Aktienoptionsprogrammen für Aufsichtsratsmitglieder über den Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG ausschließen wollen, über die im vorstehend zitierten Urteil, das die Mobilcom AG betraf, zu entscheiden war. Der Unterschied bestehe lediglich in der Art der Beschaffung der Aktien, diese habe aber mit der Frage des für ein Aktienoptionsprogramm in Betracht kommenden Personenkreises nichts zu tun.

Der Bundesgerichtshof verweist ferner darauf, dass der Gesetzgeber offensichtlich eine – der Kontrollfunktion des Aufsichtsrats unter Umständen abträgliche – Angleichung der Vergütungsinteressen von Vorstand und Aufsichtsrat mit Ausrichtung auf Aktienoptionen und damit auf den Aktienkurs nicht für angebracht erachtet habe. Der Aktienkurs sei durch gezielte Sachverhaltensgestaltung des Managements inner- oder außerhalb der Legalität beeinflussbar und erfahrungsgemäß auch sonst nicht immer ein zuverlässiger Maßstab für den inneren Wert und den langfristigen Erfolg eines Unternehmens.

Gerade die letztgenannten Ausführungen des Bundesgerichtshofs werfen die Frage auf, welche Folgerungen aus dem Urteil für andere Formen der erfolgsorientierten Vergütung des Aufsichtsrats als nackte Aktienoptionen zu ziehen sind.

Zur Zulässigkeit von Aktienoptionsprogrammen für Aufsichtsratsmitglieder, die über die Begebung von Wandel- oder Optionsanleihen gemäß § 221 AktG realisiert werden, äußert sich der BGH bereits im Mobilcom-Urteil selbst und bezeichnet diese als „fraglich“. Aller Voraussicht nach wird der Gesetzgeber die dadurch entstandene Frage nach dem zukünftigen rechtlichen Schicksal solcher Programme kurzfristig beantworten: Der Referentenentwurf für das „Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts“, kurz „UMAG“ genannt, sieht eine gesetzliche Klarstellung dahingehend vor, dass Wandelschuldverschreibungen nur noch als Vergütungsbestandteil von Arbeitnehmern und Mitgliedern der Geschäftsführung verwendet werden dürfen.

Auf der Grundlage der Argumentation des Bundesgerichtshofs müssten darüber hinaus alle anderen aktienkursbezogenen Vergütungsmodelle von Aufsichtsratsmitgliedern unzulässig sein und damit auch virtuelle Programme wie Stock Appreciation Rights oder Phantom Stocks.

Doch damit nicht genug. Zu Ende gedacht, zieht das Urteil des Bundesgerichtshofs sämtliche erfolgsorientierten Vergütungen des Aufsichtsrats in Zweifel. Auch Jahresüberschuss und Dividende lassen sich im Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat manipulieren und auch hier sind gleichlaufende Vergütungsinteressen möglich. Die Zulässigkeit von Vergütungsmodellen, die nicht allein an den Aktienkurs, sondern an verschiedene Parameter anknüpfen, wird zumindest dann ebenfalls in Zweifel gezogen, wenn der Aktienkurs bei den festgelegten Berechnungsformeln überwiegend ausschlaggebend ist.

Als Fazit ist festzuhalten, dass die Mobilcom-Entscheidung des Bundesgerichtshofs für ganz erhebliche Rechtunsicherheit im Bereich der erfolgsorientierten Aufsichtsratsvergütung gesorgt hat. Es wäre daher wünschenswert, wenn der Gesetzgeber im Rahmen des UMAG über die Wandelschuldverschreibungen hinaus für mehr Klarheit sorgen würde. Wie aus dem Bundesjustizministerium zu hören war, ist dies jedoch nicht beabsichtigt, sodass nichts anderes übrig bleibt, als die weitere Entwicklung der Rechtsprechung abzuwarten. Für die Zwischenzeit wird es sich in der Praxis empfehlen, die Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat möglichst disparat zu gestalten.

Immerhin kann für die Vergangenheit Entwarnung gegeben werden. Da ein Verstoß gegen die nunmehr vom Bundesgerichtshof festgeschriebenen Regeln lediglich zu Anfechtbarkeit und nicht zu Nichtigkeit entsprechender Hauptversammlungsbeschlüsse führt, werden diese nach Ablauf der einmonatigen Anfechtungsfrist bestandskräftig und können dann nicht mehr angegriffen werden. Auch die Ausführung der Beschlüsse ist nach Eintritt der Bestandskraft rechtmäßig.

Erläuterung der Grundzüge des Vergütungssystems

Ziffer 4.2.3 Satz 8 des Corporate Governance Kodexes sieht vor, dass die Grundzüge des Vergütungssystems der Vorstandsmitglieder sowie die konkrete Ausgestaltung eines Aktienoptionsplans oder vergleichbarer Gestaltungen für Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter auf der Internetseite der Gesellschaft in allgemein verständlicher Form bekannt gemacht und im Geschäftsbericht erläutert werden sollen. Gemäß Ziffer 4.2.3 Satz 9 des Kodexes sollen dazu auch Angaben zum Wert von Aktienoptionen gehören.

Auch diese Empfehlung ist erst am 21. Mai 2003 in den Corporate Governance Kodex aufgenommen worden. In der ursprünglichen Version des Corporate Governance Kodexes vom 20. August 2002 hieß es dagegen lediglich in Ziffer 4.2.3 Satz 7: „Die konkrete Ausgestaltung eines Aktienoptionsplans oder eines vergleichbaren Vergütungssystems soll in geeigneter Form bekannt gemacht werden.“

Die ergo-Studie zeigt, dass bei der Umsetzung der neuen Empfehlung ebenfalls einiges im Argen liegt. Danach erläutern nur wenige Gesellschaften ihr Vergütungssystem ausführlich und verständlich. Nicht selten ist die Nichteinhaltung der Empfehlung überdies in der Entsprechenserklärung nicht reflektiert, so dass insoweit ein Verstoß gegen § 161 AktG vorliegt.

Ziffer 4.2.3 Satz 8 des Corporate Governance Kodexes dient dem Ziel, die Vergütungssysteme transparenter zu machen. Die Regierungskommission Corporate Governance Kodex war der Auffassung, dass die Erläuterung der Grundzüge des Vergütungssystems erforderlich ist, damit die Anleger sich ein Bild darüber machen können, ob die Leistungen der Vorstandsmitglieder und ihre Vergütungen in einem angemessenen Zusammenhang stehen. Die Kommission versprach sich von einer solchen offenen

Kommunikation, dass die Kritik an den Managergehältern leiser wird und das Vertrauen in die Unternehmen steigt.

Zur Erläuterung der Vergütungssysteme gehört die Darstellung, wie sich im Einzelnen die Vergütung der Vorstandsmitglieder zusammensetzt (Fixum, Tantieme und langfristige Erfolgskomponente). Dabei ist das Erfordernis der Erläuterung „in allgemein verständlicher Form“ zu unterstreichen. Hierfür genügt weder die vage Angabe, dass die Vergütung des Vorstands aus festen und variablen Bestandteilen besteht, noch der bloße Abdruck von seitenlangen, extrem komplizierten Aktienoptionsplänen.

Ist das Vergütungssystem im Geschäftsbericht in allgemein verständlicher Form erläutert und ist der Geschäftsbericht im Internet zugänglich, so sollte dies ausreichen, um der Empfehlung Rechnung zu tragen. Die Erläuterung nur im Internet oder nur im Geschäftsbericht reicht demgegenüber nicht aus.

Die im Rahmen der ergo-Studie aufgefallenen Verstöße gegen § 161 AktG sind ganz verschieden. Teilweise wird das Vergütungssystem überhaupt nicht erläutert, teilweise sind die Erläuterungen zu knapp (Beispiel: „Die Bezugsgrundlage für die variable Vergütung ist das Jahresergebnis bereinigt um Einmal-Effekte aus Unternehmenskäufen“ als einzige Erläuterung der variablen Vergütungsbestandteile des Vorstands). Ebenso wenig ist es für die Erläuterung des Vergütungssystems ausreichend, wenn lediglich die Höhe der Vergütung ausgewiesen wird.

Es bleibt abzuwarten, ob sich die Darstellung der Vergütungssysteme in Zukunft verbessern wird. Man darf insoweit auf die nächste ergo-Studie gespannt sein.

Anhang

Scoring-Modell

		Punkte je Kriterium	Punkte gesamt
1	Entsprechenserklärung		
		2 Punkte Abzug je Abweichung	40
1.1	Akzeptanz der Empfehlungen		
1.2	Qualität der Entsprechenserklärung		
1.2.1	Erläuterung der Abweichungen von Empfehlungen		4
	Alle Abweichungen begründet	4	
	Abweichungen teilweise begründet	2	
	Abweichungen nicht begründet	0	
1.2.2	Erläuterung der Abweichungen von Anregungen		2
	Alle Abweichungen begründet	2	
	Abweichungen teilweise begründet	1	
	Abweichungen nicht begründet	0	
1.2.3	Eindeutigkeit der Entsprechenserklärung		4
	Bezugnahme auf aktuelle Kodex-Fassung	1	
	Aufführung der jeweiligen Kodex-Ziffern	1	
	Bezugnahme auf zurückliegende Periode ("wurde")	1	
	Eindeutige Trennung zwischen "wurde" und "wird"	1	
2	Geschäftsbericht		
2.1	Platzierung im Geschäftsbericht		6
	Eigenständiger Corporate Governance Bericht	2	
	Brief des Vorstands	1	
	Bericht des Aufsichtsrats	1	
	Ausführungen zur Aktie	1	
	Lagebericht	1	
	Nur Pflichthinweis im Anhang	0	
2.2	Informationsgehalt der Corporate Governance Ausführungen		12
	Umfassende Darstellung der Corporate Governance Standards und ihrer Entwicklung im Berichtsjahr	6	
	Umfassende Darstellung mit sporadischem Bezug zum Berichtsjahr	3	
	Grundsatzklärung zur Akzeptanz des Kodexes	1	
	Wiedergabe der Entsprechenserklärung	1	
	Erläuterung der Abweichungen von den Empfehlungen des Kodexes	2	
	Erläuterung der Anregungen		
		Umfassend	2
		Lückenhaft	1
	Hinweis auf Effizienzprüfung des Aufsichtsrats		1
2.3	Informationsgehalt des Vergütungsberichts		8
	Darstellung der Grundzüge des Vergütungssystems		
		Ausführliche Erläuterung sämtlicher Vergütungskomponenten	4
		Lückenhafte Erläuterung	2
		Kein Vergütungsbericht	0
	Erläuterung der Vergütungsbestandteile im Berichtsjahr		1
	Differenzierter Ausweis der fixen und variablen Vergütungsbestandteile		1
	Individualisierter Ausweis der Vorstandsvergütung		3

		Punkte je Kriterium	Punkte gesamt
3	Unternehmensspezifische Corporate Governance Standards		4
	Vorhanden und verfügbar	4	
	Nicht vorhanden	0	
4	Internet		
4.1	Navigation		4
	Platzierung auf Startseite	2	
	Eigener Menüpunkt unter "Investor Relations"	2	
	Eigener Menüpunkt unter "Unternehmen"	1	
	Platzierung auf 4. Ebene oder darunter	1	
	Keine Informationen im Internet	0	
	Suchfunktion	2	
4.2	Informationsgehalt		6
	Erläuterungen zur Entsprechenserklärung	1	
	Verfügbarkeit früherer Entsprechenserklärungen	1	
	Explizite Bekanntmachung des Vergütungsberichts	2	
	Verfügbarkeit des aktuellen Corporate Governance Berichts	1	
	Link zur Regierungskommission oder Download des Kodexes	1	
5	Veröffentlichungsfristen		10
	Konzernabschluss: 1 Bonuspunkt pro 10 Tage unterhalb Kodex-Empfehlung (maximal 5 Punkte)	5	
	Zwischenbericht: 1 Bonuspunkt pro 5 Tage unterhalb Kodex-Empfehlung (maximal 5 Punkte)	5	
	Summe		100
6	Maluspunkte		21
	Entsprechenserklärung nicht datiert	1	
	Konzernabschluss: 1 Maluspunkt pro 10 Tage Überschreitung der Kodex-Frist (maximal 5 Punkte)	5	
	Zwischenbericht: 1 Maluspunkt pro 5 Tage Überschreitung der Kodex-Frist (maximal 5 Punkte)	5	
	Abweichungen von der Entsprechenserklärung		
	Nichteinhaltung Veröffentlichungsfrist Konzernabschluss	2	
	Nichteinhaltung Veröffentlichungsfrist Zwischenbericht	2	
	Kein Vergütungsbericht im Geschäftsbericht	2	
	Keine explizite Bekanntmachung des Vergütungsberichts im Geschäftsbericht	2	
	Kein individualisierter Ausweis der Vorstandsvergütung	2	

Scoring-Tabellen

1. Gesamtwertung

	Unternehmen	Index	Entsprechens- erklärung (max. 50)	Geschäfts- bericht (max. 26)	Internet / spezifi- scher Kodex (max. 14)	Bonus Veröffent- lichungs- fristen (max. 10)	Malus (max. -21)	Total Score
1	Altana	DAX	50	23	9	4	0	86
2	Deutsche Bank	DAX	46	23	8	8	0	85
2	Siemens	DAX	42	22	11	10	0	85
4	Deutsche Börse	DAX	48	23	6	7	0	84
5	Morphosys	PAS	42	21	11	8	0	82
6	Allianz	DAX	46	21	13	1	0	81
6	DaimlerChrysler	DAX	43	21	9	8	0	81
6	RWE	DAX	48	21	8	4	0	81
6	ThyssenKrupp	DAX	48	21	9	3	0	81
10	Metro	DAX	44	19	13	4	0	80
11	Celanese	MDAX	41	23	11	4	0	79
11	comdirect bank	MDAX	41	18	13	7	0	79
11	ce Consumer	SDAX	42	25	12	0	0	79
14	Deutsche Telekom	DAX	46	23	8	0	0	77
14	Lufthansa	DAX	43	19	13	2	0	77
14	SAP	DAX	35	20	12	10	0	77
14	Epcos	TecDAX	44	19	8	6	0	77
18	HypoVereinsbank	DAX	44	19	9	4	0	76
19	Deutsche Post	DAX	48	15	9	2	0	74
19	Infineon	DAX	38	19	7	10	0	74
19	Schering	DAX	45	16	6	7	0	74
19	Degussa	MDAX	41	20	10	3	0	74
19	Dyckerhoff	SDAX	41	21	11	1	0	74
24	Commerzbank	DAX	42	19	10	2	0	73
24	GPC Biotech	TecDAX	48	14	7	4	0	73
24	Suess Microtech	TecDAX	44	18	9	2	0	73
24	Beate Uhse	SDAX	43	20	7	3	0	73
28	Bayer	DAX	42	16	12	2	0	72
28	BASF	DAX	37	18	13	4	0	72
28	E.ON	DAX	41	20	9	2	0	72
28	Henkel	DAX	43	16	9	4	0	72
28	Fraport	MDAX	44	19	9	0	0	72
28	Takkt	SDAX	40	20	8	4	0	72
34	Evotec	TecDAX	44	19	6	2	0	71
34	Balda	SDAX	44	19	3	5	0	71
36	Continental	DAX	41	18	9	2	0	70
36	Münchener Rück	DAX	44	20	14	0	-8	70
36	TUI	DAX	43	18	9	0	0	70
36	Volkswagen	DAX	40	16	9	5	0	70
36	Hannover Rück	MDAX	37	21	10	2	0	70

2. Entsprechenserklärung

	Unternehmen	Index	Entsprechenserklärung (max. 50)
1	Altana	DAX	50
2	Deutsche Börse	DAX	48
3	RWE	DAX	48
4	ThyssenKrupp	DAX	48
5	Deutsche Post	DAX	48
6	GPC Biotech	TecDAX	48
7	Deutsche Bank	DAX	46
8	Allianz	DAX	46
9	Deutsche Telekom	DAX	46
10	Computerlinks	PAS	46
11	Schering	DAX	45
12	Loewe	SDAX	45
13	Metro	DAX	44
14	Epcos	TecDAX	44
15	HypoVereinsbank	DAX	44
16	Suess Microtech	TecDAX	44
17	Fraport	MDAX	44
18	Evotec	TecDAX	44
19	Balda	SDAX	44
20	Münchener Rück	DAX	44
21	Aareal Bank	MDAX	44
22	Bechtle	PAS	44
23	DaimlerChrysler	DAX	43
24	Lufthansa	DAX	43
25	Beate Uhse	SDAX	43
26	Henkel	DAX	43
27	TUI	DAX	43
28	Hamborner	GS	43
29	Hypo Real Estate	MDAX	43
30	Viva Media	SDAX	43

3. Kommunikative Aufbereitung in Geschäftsbericht und Internet

	Unternehmen	Index	Kommuni- kative Aufberei- tung
1	ce Consumer	SDAX	37
2	Allianz	DAX	34
3	Celanese	MDAX	34
4	Münchener Rück	DAX	34
5	Siemens	DAX	33
6	Adidas Salomon	DAX	33
7	Altana	DAX	32
8	Morphosys	PAS	32
9	Metro	DAX	32
10	Lufthansa	DAX	32
11	SAP	DAX	32
12	Dyckerhoff	SDAX	32
13	Deutsche Bank	DAX	31
14	comdirect bank	MDAX	31
15	Deutsche Telekom	DAX	31
16	BASF	DAX	31
17	Hannover Rück	MDAX	31
18	DaimlerChrysler	DAX	30
19	ThyssenKrupp	DAX	30
20	Degussa	MDAX	30
21	Karstadt Quelle	MDAX	30
22	Deutsche Börse	DAX	29
23	RWE	DAX	29
24	Commerzbank	DAX	29
25	E.ON	DAX	29
26	Heidelberg Cement	MDAX	29
27	HypoVereinsbank	DAX	28
28	Bayer	DAX	28
29	Fraport	MDAX	28
30	Takkt	SDAX	28

4. Top-Scorer innerhalb der Vergleichsgruppen

	Unternehmen	Entsprechens- erklärung (max. 50)	Geschäfts- bericht (max. 26)	Internet / spezifi- scher Kodex (max. 14)	Bonus Veröffent- lichungs- fristen (max. 10)	Malus (max. -21)	Total Score
DAX							
1	Altana	50	23	9	4	0	86
2	Deutsche Bank	46	23	8	8	0	85
2	Siemens	42	22	11	10	0	85
4	Deutsche Börse	48	23	6	7	0	84
5	Allianz	46	21	13	1	0	81
5	DaimlerChrysler	43	21	9	8	0	81
5	RWE	48	21	8	4	0	81
5	ThyssenKrupp	48	21	9	3	0	81
9	Metro	44	19	13	4	0	80
10	Deutsche Telekom	46	23	8	0	0	77
MDAX							
1	Celanese	41	23	11	4	0	79
1	comdirect bank	41	18	13	7	0	79
3	Degussa	41	20	10	3	0	74
4	Fraport	44	19	9	0	0	72
5	Hannover Rück	37	21	10	2	0	70
5	Karstadt Quelle	38	18	12	2	0	70
7	Hochtief	39	19	7	4	0	69
7	Celesio	42	20	5	2	0	69
7	Rheinmetall	42	20	6	1	0	69
10	AWD Holding	36	17	10	1	0	64
TecDAX							
1	Epcos	44	19	8	6	0	77
2	GPC Biotech	48	14	7	4	0	73
3	Suess Microtech	44	18	9	2	0	73
4	Evotec	44	19	6	2	0	71
5	Repower Systems	42	21	5	1	0	69
6	T-Online	36	21	6	3	0	66
7	Software AG	42	10	6	9	-2	65
8	SAP Systems	30	17	10	3	0	60
9	Freenet	42	10	3	5	-2	58
10	Singulus	40	10	6	2	-2	56
SDAX							
1	ce Consumer	42	25	12	0	0	79
2	Dyckerhoff	41	21	11	1	0	74
3	Beate Uhse	43	20	7	3	0	73
4	Takkt	40	20	8	4	0	72
5	Balda	44	19	3	5	0	71
6	Dt. Beteiligungen	40	19	8	0	0	67
7	GFK	39	20	5	2	0	66
7	DIS	38	18	7	3	0	66
9	Phoenix	33	12	12	5	0	62
10	BHW	33	17	9	0	0	59

4. Top-Scorer innerhalb der Vergleichsgruppen (Fortsetzung)

	Unternehmen	Entsprechens- erklärung (max. 50)	Geschäfts- bericht (max. 26)	Internet / spezifi- scher Kodex (max. 14)	Bonus Veröffent- lichungs- fristen (max. 10)	Malus (max. -21)	Total Score
Prime All Share							
1	Morphosys	42	21	11	8	0	82
2	Carl-Zeiss Meditec	42	12	8	3	0	65
3	Sartorius	38	16	5	3	0	62
4	Computerlinks	46	7	6	4	-2	61
5	Medigene	37	14	7	3	0	61
6	ADVA	30	18	7	5	0	60
7	Technotrans	35	13	7	4	0	59
8	Mühlbauer	32	13	8	4	0	57
9	Bechtle	44	5	9	0	-2	56
10	OHB Technology	37	10	6	1	0	54
General Standard							
1	Hamborner	43	18	5	0	-3	65
2	BMP	37	14	8	0	-6	53
3	Vivacon	42	4	7	3	-3	53
4	Buch.de	39	7	4	2	-2	50
5	Simona	32	15	6	0	-4	49
6	Brau und Brunnen	38	8	4	0	-9	41
7	TFG	31	8	3	0	-2	40
8	KSB	31	11	6	0	-8	40
9	Uzin Utz	43	7	1	0	-12	39
10	Ahlers	31	7	4	0	-6	36

5. Top 50 Score der Vergleichsgruppe 2003/2004

Rang 2004	Rang 2003	Veränderung	Unternehmen	Score
1	5	4	Morphosys	82
2	1	-1	ce Consumer	79
3	26	23	comdirect bank	79
4	11	7	Beate Uhse	73
5	18	13	Suess Microtec	73
6	19	13	Takkt	72
7	3	-4	Balda	71
8	9	1	GfK	70
9	12	3	Dt. Beteiligungen	67
10	46	36	DIS	66
11	33	22	Phoenix	64
12	38	26	BHW	63
13	51	38	Hamborner	63
14	13	-1	Sartorius	62
15	6	-9	Computerlinks	61
16	30	14	Escada	60
17	28	11	Viva Media	60
18	48	30	Adva	60
19	17	-2	Loewe	59
20	27	7	MVV Energie	59
21	32	11	Pfleiderer	59
22	25	3	Technotrans	59
23	4	-19	ACG Advanced Component	58
24	8	-16	Gericom	58
25	2	-23	Gildemeister	58
26	50	24	Freenet	58
27	36	9	Mühlbauer	57
28	37	9	Bechtle	56
29	7	-22	Fuchs Petrolub	55
30	45	15	DAB Bank	54
31	42	11	Rational	54
32	65	33	OHB Technology	54
33	59	26	Schlott Gruppe	54
34	73	39	Teles	54
35	40	5	Vivacon	53
36	60	24	Steag Hamatech	52
37	23	-14	Cewe Color	51
38	67	29	D. Logistics	51
39	71	32	IM International Media	51
40	78	38	Villeroy & Boch	51
41	39	-2	PC Spezialist	50
42	63	21	Buch.de	50
43	21	-22	Intershop	49
44	24	-20	Simona	49
45	34	-11	QSC	48
46	10	-36	MPC	47
47	44	-3	Centrotec	47
48	22	-26	PSI	47
49	70	21	EM.TV	46
50	47	-3	Funkwerk	45

Unternehmen im Rahmen der Untersuchung – DAX

(Stand 10. Juni 2004)

	Unternehmen	Market Cap (Total)	Free Float	Free Float Market Cap
		Mio. €	%	Mio. €
1	Adidas Salomon	4.506	1,0000	4.506
2	Allianz	34.165	0,8780	29.997
3	Altana	7.358	0,4990	3.671
4	BASF	24.697	1,0000	24.697
5	Bayer	22.533	0,5340	12.033
6	BMW	17.265	0,9430	16.281
7	Commerzbank	8.603	0,8142	7.005
8	Continental	5.221	1,0000	5.221
9	DaimlerChrysler	40.731	0,8100	32.992
10	Deutsche Bank	39.820	1,0000	39.820
11	Deutsche Börse	5.067	1,0000	5.067
12	Deutsche Post	19.304	0,3741	7.222
13	Deutsche Telekom	60.616	0,5723	34.690
14	E.ON	41.148	0,9427	38.790
15	Fresenius Medical Care	4.446	0,4920	2.188
16	Henkel	4.096	1,0000	4.096
17	HypoVereinsbank	7.761	0,6928	5.377
18	Infineon	8.009	0,8109	6.494
19	Linde	5.375	0,6770	3.639
20	Lufthansa	4.497	0,8995	4.045
21	MAN	4.446	0,7178	3.191
22	Metro	13.196	0,4430	5.846
23	Münchener Rück	20.533	0,8063	16.556
24	RWE	20.114	0,7536	15.158
25	SAP	42.789	0,6558	28.061
26	Schering	9.129	0,8942	8.163
27	Siemens	52.748	0,9350	49.320
28	ThyssenKrupp	6.987	0,8000	5.589
29	TUI	3.012	0,6863	2.067
30	Volkswagen	11.768	0,6851	8.062
	Average	18.331		14.328

Unternehmen im Rahmen der Untersuchung – MDAX

(Stand 10. Juni 2004)

	Unternehmen	Market Cap (Total)	Free Float	Free Float Market Cap
		Mio. €	%	Mio. €
1	Aareal Bank	1.011	0,5925	599
2	AMB	3.292	0,3015	992
3	AWD Holding	1.096	0,4891	536
4	Beiersdorf	7.971	0,2220	1.770
5	BERU	630	0,4074	257
6	Bilfinger Berger	1.061	0,7500	796
7	Boss, Hugo	655	0,7780	510
8	Celanese	2.074	0,6374	1.322
9	Celesio	4.195	0,4160	1.745
10	comdirect bank	1.033	0,2000	207
11	Degussa	5.775	0,0704	407
12	Douglas Holding	907	0,8098	734
13	Fielmann	1.025	0,2899	297
14	Fraport	2.132	0,2900	618
15	Fresenius	1.308	1,0000	1.308
16	Hannover Rück	3.485	0,4880	1.701
17	Heidelberg Cement	3.940	0,5722	2.254
18	Heidelberger	2.169	0,2184	474
19	Hochtief	1.307	0,7366	962
20	Hypo Real Estate	3.077	1,0000	3.077
21	IKB	1.698	0,5123	870
22	IVG Holding	1.185	0,5187	615
23	IWKA	507	1,0000	507
24	K+S	1.158	0,9000	1.043
25	Karstadt Quelle	2.090	0,2805	586
26	Koenig & Bauer	283	0,8346	236
27	Krones	268	1,0000	268
28	Leoni	340	0,8000	272
29	Medion	1.664	0,4400	732
30	Merck	2.467	1,0000	2.467
31	mg technologies	2.068	0,6130	1.268
32	MLP	1.341	0,5660	759
33	Norddt. Affinerie	361	0,7997	289
34	ProSieben	1.450	0,7198	1.044
35	Puma	3.303	1,0000	3.303
36	Rheinmetall	586	0,8950	525
37	Rhön Klinikum	340	1,0000	340
38	Salzgitter	614	0,5380	330
39	Schwarz Pharma	1.082	0,3300	357
40	SGL Carbon	434	1,0000	434
41	Stada	1.163	1,0000	1.163
42	Südzucker	2.952	0,3400	1.004
43	Techem	494	0,7470	369
44	Thiel	401	0,4974	200
45	Vossloh	571	0,6692	382
46	WCM	355	0,7089	252
47	Wella	1.777	0,5651	1.004
48	Zapf	161	0,9284	149
	Average	1.651		861

Unternehmen im Rahmen der Untersuchung – TecDAX

(Stand 10. Juni 2004)

	Unternehmen	Market Cap (Total)	Free Float	Free Float Market Cap
		Mio. €	%	Mio. €
1	Aixtron	351	0,7669	269
2	Draegerwerk	338	1,0000	338
3	Elmos Semiconductor	245	0,4230	103
4	Epcos	1.145	0,7500	859
5	Evotec	148	0,8599	127
6	FJH**	93	0,4569	42
7	Freenet	1.417	0,4718	669
8	GPC Biotech	269	0,8700	234
9	IDS Scheer	522	0,4958	259
10	Jenoptik	483	0,8423	406
11	Kontron	313	0,8738	273
12	Mobilcom	1.133	0,7170	813
13	Pfeiffer Vacuum	273	1,0000	273
14	QSC	397	0,4165	165
15	Repower Systems	99	0,6540	65
16	SAP Systems	724	0,2997	217
17	Singulus	563	1,0000	563
18	Software AG	621	0,6838	424
19	Suess Microtech	111	0,9261	103
20	Teles	212	0,5003	106
21	T-Online	6.085	0,2038	1.240
22	United Internet	1.203	0,4988	600
23	Web.de*	284	0,3845	109
	Average	740		359

* keine Entsprechenserklärung nach neuer Kodex-Fassung bis Ende April 2004

** kein Geschäftsbericht bis Ende Mai 2004

Unternehmen im Rahmen der Untersuchung – SDAX

(Stand 10. Juni 2004)

	Unternehmen	Market Cap (Total)	Free Float	Free Float Market Cap
		Mio. €	%	Mio. €
1	ACG Advanced Component	37	1,0000	37
2	AIG Internat. Real*	87	0,7470	65
3	AVA	1.065	0,2133	227
4	Baader**	131	0,3335	44
5	Balda	305	0,4995	152
6	Baywa**	393	0,4512	178
7	Beate Uhse	535	0,3420	183
8	BHW	2.229	0,0741	165
9	Boewe Systec*	263	0,4648	122
10	ce Consumer	45	0,8492	38
11	Cewe Color	112	0,6030	67
12	CTS Eventim	166	0,3334	55
13	D. Logistics	66	0,6990	46
14	DAB Bank	471	0,2371	112
15	Deutsche Euroshop	559	0,7877	440
16	Deutz	315	0,6013	190
17	DIS	291	0,6080	177
18	Dt. Beteiligungen	192	0,4992	96
19	Duerr	294	0,2286	67
20	Dyckerhoff	410	0,3780	155
21	Elring Klinger	467	0,3583	167
22	EM.TV	52	0,6570	34
23	Escada	239	0,6210	148
24	Fuchs Petrolub	238	1,0000	238
25	Gericom	61	0,3444	21
26	Gerry Weber	173	0,5408	94
27	GfK	744	0,3600	268
28	Gildemeister	162	0,9325	151
29	Grenkeleasing*	420	0,4716	198
30	H&R Wasag	225	0,5371	121
31	Hawesko	104	0,6000	62
32	Hornbach Baumarkt	381	0,1450	55
33	Hornbach Holding**	232	0,8260	192
34	IM International Media	19	0,8371	16
35	Indus Holding	463	0,4500	208
36	Jungheinrich	293	1,0000	293
37	Klöckner-Werke	448	0,1680	75
38	Loewe	43	0,6525	28
39	MPC	567	0,4990	283
40	MVV Energie	695	0,1217	85
41	Pfleiderer	280	0,3401	95
42	Phoenix	228	0,6024	137
43	Rational	646	0,2770	179
44	Sixt	233	0,4320	101
45	TAG Tegernsee	49	0,8358	41
46	Takkt	488	0,3126	152
47	Villeroy & Boch	131	0,9290	121
48	Viva Media	293	0,3819	112
	Average	340		131

* keine Entsprechenserklärung nach neuer Kodex-Fassung bis Ende April 2004

** kein Geschäftsbericht bis Ende Mai 2004

Unternehmen im Rahmen der Untersuchung – Prime All Share

(Stand 10. Juni 2004)

	Unternehmen	Market Cap (Total)	Free Float	Free Float Market Cap
		Mio. €	%	Mio. €
1	3U Telecom	93	0,5768	53
2	Adva	176	0,4676	82
3	Bechtle	278	0,4858	135
4	Beta Syst.Softw.	67	0,5564	37
5	Biotest (Vz.)	43	1,0000	43
6	Carl-Zeiss Meditec	314	0,2833	89
7	Cenit	48	0,5898	28
8	Centrotec	111	0,4210	47
9	Computerlinks	75	0,4331	32
10	Data Modul	48	0,8600	42
11	Drillisch	116	0,8426	98
12	Elexis	49	0,8567	42
13	Funkwerk	255	0,4335	110
14	Gesco	44	1,0000	44
15	Intershop	37	0,8074	30
16	Leifheit	128	0,3824	49
17	Masterflex	136	0,3762	51
18	Medigene	85	1,0000	85
19	Morphosys	124	0,8070	100
20	Mühlbauer	158	0,4750	75
21	MWG Biotech	42	0,7607	32
22	November AG	37	0,8129	30
23	Nürnberger Bet.	853	0,3821	326
24	OHB Technology	101	0,3295	33
25	PC-Spezialist	45	0,8479	38
26	PGAM**	58	0,5661	33
27	Plasma Select	60	0,5280	32
28	PSI	42	0,9290	39
29	Sanacorp**	33	0,9400	31
30	Sartorius (Vz.)	120	0,9100	110
31	Schlott Gruppe	139	0,4747	66
32	Solarworld	174	0,4150	72
33	Steag Hamatech	109	0,3372	37
34	TA Triumph Adler	99	0,4880	48
35	Technotrans	79	0,8750	69
36	Telegate*	267	0,2160	58
37	Tomorrow Focus	109	0,4940	54
38	USU Software	57	0,7651	44
39	Utimaco	44	0,6063	27
40	Wavelight	65	0,7000	46
	Average	123		62

* keine Entsprechenserklärung nach neuer Kodex-Fassung bis Ende April 2004

** kein Geschäftsbericht bis Ende Mai 2004

Unternehmen im Rahmen der Untersuchung – General Standard

(Stand 10. Juni 2004)

	Unternehmen	Market Cap (Total)	Free Float	Free Float Market Cap
		Mio. €	%	Mio. €
1	Adcapital	120	0,4996	60
2	Agor	79	0,5308	42
3	Ahlers (Vz.)	93	0,5833	54
4	Arxes	21	0,7561	16
5	BBS (Vz.)	16	1,0000	16
6	Berentzen (Vz.)	27	1,0000	27
7	Bijou Brigitte**	543	0,4999	271
8	BKN International	55	0,5073	28
9	BMP	33	0,5424	18
10	Borussia Dortmund	56	0,5104	28
11	Brau und Brunnen	360	0,2080	75
12	Buch.de	36	0,3749	13
13	Creaton (Vz.)	48	0,7500	36
14	Deutsche Balaton	89	0,4806	43
15	Dierig Holding	54	0,2987	16
16	Edel	44	0,2882	13
17	Euromicron	65	0,2297	15
18	Hamborner	170	0,4063	69
19	Hans Einhell (Vz.)	30	1,0000	30
20	Herlitz**	29	0,4162	12
21	Hymmer	197	0,2270	45
22	Interseroh	131	0,5039	66
23	Kampa*	68	0,4412	30
24	KSB (Vz.)	101	1,0000	101
25	Masch.B. Hermle (Vz.)	23	1,0000	23
26	Max Holding	29	0,7662	22
27	Mineral. Überk. (Vz.)**	28	1,0000	28
28	Schuler (Vz.)	55	1,0000	55
29	Simona	137	0,2120	29
30	SM Wirtschaftsber.**	27	0,4926	13
31	Spar	219	0,2923	64
32	Sportwetten.de**	15	1,0000	15
33	Sto (Vz.)	39	1,0000	39
34	Strabag	222	0,3487	77
35	Stuttgarter Hofbräu**	363	0,3789	137
36	TFG	27	0,7645	21
37	Uzin Utz	62	0,3000	19
38	Vivacon	60	0,3476	21
39	Wanderer Werke	62	0,4069	25
40	WMF (Vz.)	65	1,0000	65
	Average	97		44

* keine Entsprechenserklärung nach neuer Kodex-Fassung bis Ende April 2004

** kein Geschäftsbericht bis Ende Mai 2004

Copyright und Disclaimer

Alle Angaben sind nur zur persönlichen allgemeinen Information bestimmt und gestattet. Eine Weitergabe an Dritte in jeglicher Form bedarf unserer schriftlichen Zustimmung. Alle Analysen und Auswertungen im Rahmen der Corporate Governance Studie wurden von den Autoren mit größt möglicher Sorgfalt durchgeführt. Die Autoren übernehmen keinerlei Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der allgemein zugänglichen unternehmensspezifischen Daten, die als Auswertungsgrundlage dienen, und für die eventuell daraus resultierenden Fehlinterpretationen.

Impressum

© ergo Unternehmenskommunikation GmbH & Co. KG,
Köln / Frankfurt am Main

© für den Gastbeitrag: Dr. Lutz Angerer, Lovells

Juni 2004

ergo Kommunikation

Büro Köln

Hansaring 55
50670 Köln
Tel. 0221.91 28 87-0
Fax 0221.91 28 87-77

Büro Frankfurt

Münchener Straße 36
60329 Frankfurt am Main
Tel. 069.27 13 89-0
Fax 069.27 13 89-77

E-Mail: ergo@ergo-pr.de

Internet: www.ergo-pr.de

Lovells

Büro München

Karl-Scharnagl-Ring 5
80539 München
Tel. 089.29 01 2-0
E-Mail: lutz.angerer@lovells.com

Redaktion

Andreas Martin, Christine Bolowich