

Corporate Governance Survey 2005

- **Langsam steigende Akzeptanz des Regierungskodexes ist noch kein Erfolgsbeweis**
- **Corporate Governance in der Finanzkommunikation: Viel Licht, viel Schatten, wenig Investoreninteresse**
- **Hohe Corporate Governance Standards zahlen sich für Aktionäre bislang nicht aus**

Eine Studie von ergo Kommunikation, Köln / Frankfurt am Main

Juli 2005

Gastbeitrag:

Corporate Governance in Germany – A UK investor's view
*von Dr. Hans-Christoph Hirt, European Corporate Governance Manager
Hermes Investment Management Limited*

Inhalt

1	Executive Summary	5
	Executive Summary English version	7
2	Aufgabenstellung und Methodik	9
2.1	Fokus der Studie	9
2.2	Methodik	10
2.2.1	Auswertung von Entsprechenserklärungen, Geschäftsberichten und Internetauftritten	10
2.2.1.1	Grundgesamtheit der Unternehmen	10
2.2.1.2	Vorjahresvergleich	12
2.2.1.3	Auswertungssystematik	12
2.2.2	Umfrage bei Unternehmen, Fondsmanagern und Analysten	13
2.2.3	Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Corporate Governance und Performance	14
3	Akzeptanz des deutschen Corporate Governance Kodexes	16
3.1	Abweichungen im Vorjahresvergleich	16
3.2	Problematische Kodex-Empfehlungen	18
3.2.1	Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat	18
3.2.2	Vorstand	20
3.2.3	Aufsichtsrat	23
3.2.4	Transparenz, Rechnungslegung und Abschlussprüfung	25
3.3	Akzeptanz künftiger Kodex-Empfehlungen	27
3.4	Umsetzung der Kodex-Anregungen	28
3.5	Kodex versus gesetzliche Regelung	29
4	Kommunikative Aufbereitung des Themas Corporate Governance	33
4.1	Bedeutung der Corporate Governance Kommunikation für Unternehmen und Investoren	33
4.1.1	„Hohe Kosten“ durch Corporate Governance?	33
4.1.2	Desinteresse der Anleger?	34
4.1.3	Fehlende rechtliche Sanktionsmöglichkeiten?	37
4.2	Begründung von Abweichungen	38
4.3	Sorgfalt in der Corporate Governance Kommunikation	39
4.4	Corporate Governance Bericht	39
4.5	Vergütungsbericht	41
4.6	Corporate Governance Informationen im Internet	43
5	Unternehmensspezifisches Scoring	44
5.1	Scoring-Methode	44
5.2	Top Scorer in den Segmenten	46
5.3	Ein offenes Wort	46

6	Corporate Governance, Performance und Unternehmensbewertung	47
6.1	Bisherige Studien zum Thema	47
6.1.1	Internationale Untersuchungen	47
6.1.2	Studien mit Bezug auf den deutschen Kapitalmarkt	48
6.1.3	Zwischenfazit	50
6.2	Kapitalmarkt-Relevanz des DCGK: Erwartungshaltung von Unternehmen und Fonds	50
6.3	Zusammenhang von Corporate Governance und Performance	55
6.4	Zusammenhang von Corporate Governance und Total Shareholder Return (TSR)	58
6.5	Zusammenhang von Corporate Governance und Kapitalmarkt看wertung	60
6.6	Zusammenhang von Streubesitz und Corporate Governance	62
6.7	Zusammenhang von Corporate Governance und Ergebnistreue	63
6.8	Fazit	64
	Gastbeitrag:	
	Corporate Governance in Germany – A UK investor's view	65
	<i>Dr. Hans-Christoph Hirt, LL.M.</i>	
	<i>Hermes Investment Management Limited</i>	
	Abstract	66
	Introduction	67
1	Corporate governance activities at Hermes	68
1.1	Statement of policy and promotion of best practice	69
1.2	Monitoring and voting	70
1.3	Engagement with specific companies	71
1.4	Equity Ownership Service (EOS)	72
2	Topics in German corporate governance	72
2.1	Supervisory board	73
2.1.1	Independence of individual members and chairman	73
2.1.2	Composition and size	75
2.1.3	Accountability	76
2.2	Remuneration	77
2.2.1	General principles	77
2.2.2	Different regulatory approaches in the UK and Germany	78
2.2.3	Contract periods and severance arrangements	78
2.2.4	Bill on the disclosure of remuneration	80
	Summary and conclusion	81
	Anhang	83
	Scoring-Modell	84
	Scoring-Tabellen	86
	Liste der untersuchten Unternehmen	93
	Unternehmen in den Top- und Bottom-Gruppen*	100
	Detaillierergebnisse Performance-, TSR- und KGV-Vergleich*	113
	Abweichungen von den Ergebnis-Konsensschätzungen*	124
	Fragebogen Unternehmen*	125
	Fragebogen Fondsmanager*	131
	Impressum	136

* nur als pdf

1 Executive Summary

Eigentlich ist alles in Butter. Die Zustimmungsquote zum Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) nähert sich zumindest im DAX Prozentwerten an, die wir sonst nur von Abstimmungen auf den Hauptversammlungen kennen.* Der Kodex habe sich in Deutschland durchgesetzt, lässt die Regierungskommission wissen, und er verbessere die Transparenz unternehmerischer Entscheidungen. Eine gesetzliche Regelung sei überflüssig, weil das Prinzip Freiwilligkeit so gut funktioniere, argumentiert das Deutsche Aktieninstitut. Und warum das so ist, das belegen eine Reihe von Studien: Unternehmen würden vom Kapitalmarkt für gute Corporate Governance belohnt und für schlechte Unternehmensführung bestraft. Wenn Investoren den schwarzen Schafen den Rücken kehren, sei das doch wohl Anreiz genug, die eigenen Corporate Governance Standards an die Anforderungen des Kodexes anzupassen.

Im Corporate Governance Survey 2005 kommt ergo Kommunikation zu einem anderen Ergebnis. Erstens hat sich die Compliance mit dem DCGK nach unserer Erhebung nur punktuell verbessert, und es klafft vielfach eine Lücke zwischen Anspruch und Wirklichkeit. Zweitens gibt es begründete Zweifel daran, dass der Kodex tatsächlich – gemäß seinem Anspruch – die internationalen Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung enthält, die für Investoren von Relevanz sind. Und drittens stellen wir nicht fest, dass eine weitgehende Umsetzung des Kodexes und eine ambitionierte Kommunikation die Kapitalmarktperformance beflügeln würde. Von Belohnung oder Bestrafung durch die Investoren kann also zumindest bislang nicht die Rede sein. Damit ist ein wesentlicher Baustein im deutschen Corporate Governance Konzept, nämlich dass die jährliche Erklärungspflicht nach § 161 AktG (Comply or Explain) entsprechende Aktionen des Kapitalmarkts auslöse und damit Anreize zu einer möglichst weitreichenden Compliance setze, in Frage gestellt.

Zunächst zur Compliance: Die Zahl der Abweichungen ist im Durchschnitt gesunken, vor allem weil mehr Vorstände bereit sind, ihre individuellen Bezüge offen zu legen. Doch das gute Bild wird getrübt. Manche Unternehmen genehmigen sich stillschweigend mehr Abweichungen als im Vorjahr, bei einigen Empfehlungen mit geringerer Medienwirkung kommt die Akzeptanz nicht voran, und mitunter ist die bessere Compliance weniger eine Folge freiwilligen Handelns als vielmehr (drohender) gesetzlicher Regelungen – siehe Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz oder IAS-Richtlinie. Auch die Tatsache, dass die Union eine Reihe gesetzlicher Regelungen zur Stärkung der Aktionärsrechte ins Wahlprogramm geschrieben hat, zeigt, dass diesbezüglich einer freiwilligen Selbstregulierung durch die Wirtschaft nicht allzu viel zuge-
traut wird.

Ob das Prinzip „Freiwilligkeit“ grundsätzlich besser geeignet ist als eine gesetzliche Regelung? Der Beweis dafür ist mit optisch hohen Zustimmungsquoten zum Kodex noch nicht erbracht. Das zeigt auch die kommunikative Umsetzung. Zwar gibt es viele leuchtende Beispiele für eine hervorragende Corporate Governance Kommunikation, doch in vielen Fällen wird die Thematik so lustlos behandelt, dass die hehren Absichten so mancher DCGK-Empfehlung auf der Strecke bleiben. Beispiel Vergütungsbericht: Er soll den Aktionären helfen, die Angemessenheit des Vergütungssystems insgesamt und der im Geschäftsjahr gewährten Bezüge zu beurteilen. Manche Berichte schaffen das – doch den meisten merkt man das Bemühen an, die Empfehlung formaljuristisch zu erfüllen, ohne zugleich den Aktionären nutzwerte Informationen zu liefern. Der bloße individualisierte Ausweis der einzelnen Komponenten ohne Erläuterung, wie diese zustande kamen, hilft nicht weiter – genau das wird aber von der Regierungskommission als Beleg für mehr Transparenz der Vorstandsvergütungen herangezogen. Genauere Vorgaben für den Inhalt der Vergütungsberichte – von den Unternehmen mehrheitlich abgelehnt – wären wünschenswert.

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

An der Einschätzung, der Kodex habe sich flächendeckend durchgesetzt, sind durchaus Zweifel angebracht. Denn das würde bedeuten, dass der Kodex von den Unternehmen und Investoren als Maßstab für gute Corporate Governance herangezogen wird. Zwar wird landauf landab die Rolle des DCGK für die Etablierung allgemein akzeptierter Standards gewürdigt – doch setzt die Mehrheit der Unternehmen DCGK-Compliance keineswegs gleich mit Corporate Governance Standards. In ihren Augen werden bewertungsrelevante Aspekte durch den Kodex derzeit nicht oder nur unverbindlich geregelt, während manche bereits enthaltenen Empfehlungen von vergleichsweise geringer Bedeutung für Investoren sind. Viele Soll-Vorschriften sind letztlich Selbstverständlichkeiten, die schon vor dem Kodex breite Akzeptanz fanden.

Damit stellt sich unmittelbar die Frage nach der Kapitalmarktrelevanz. Die anfängliche Überzeugung, eine beispielhafte Compliance werde vom Kapitalmarkt belohnt, sich also in höheren Aktienkursen niederschlagen, ist einer weit verbreiteten Skepsis gewichen. Nur eine Minderheit meint, der Zustimmungsgrad sei für die Performance der Aktie bedeutsam. Unsere empirische Analyse bestätigt: Ein Zusammenhang zwischen Compliance auf der einen Seite und Performance, Total Shareholder Return (TSR) oder Unternehmensbewertung auf der anderen Seite lässt sich nicht herstellen. Auch eine auffallend gute Corporate Governance Kommunikation wurde vom Kapitalmarkt nicht belohnt. Häufig ist das Gegenteil der Fall: Ein Aktionär, der vor zwei oder drei Jahren bewusst in Unternehmen mit zahlreichen Kodex-Abweichungen und intransparenter Kommunikation investiert hätte, würde heute sehr viel besser dastehen als ein Aktionär, dessen Portfolio Unternehmen mit hohen Standards enthält.

Ebenfalls haben wir festgestellt, dass die Unternehmen mit hohen Standards hinsichtlich Compliance oder Kommunikation die Erwartungen des Kapitalmarkts (gemessen an den Konsensschätzungen der Analysten) nicht häufiger treffen als die Unternehmen mit niedrigen Standards, also genauso oft nach oben oder unten abweichen. Wenn Corporate Governance, wie die Unternehmen mehrheitlich erwarten, tatsächlich die Risiken für Investoren senkt, dann lässt sich das zumindest nicht an der Ergebnistreue ablesen.

Aus dem Vergleich von Compliance und Corporate Governance Kommunikation auf der einen Seite sowie Performance und Unternehmensbewertung auf der anderen Seite lassen sich zwei mögliche Schlussfolgerungen ziehen. Erstens ist möglich, dass der Einfluss von Corporate Governance Standards auf die Performance generell überschätzt wird. Zweitens sind die am DCGK festgemachten Kriterien vielleicht nicht geeignet, Corporate Governance Standards zu messen. Das hieße im Umkehrschluss, dass auch der Kodex selbst kein Gradmesser für die Corporate Standards von Unternehmen ist.

Betrachtet man alle Themenkomplexe des Corporate Governance Survey 2005, so liegt eine weitere Schlussfolgerung nahe: Die Kontrolle der Corporate Governance Standards durch den Kapitalmarkt erfolgt derzeit noch unzureichend. Zwar stellen wir fest, dass die Aktionärsstruktur bereits Einfluss hat auf die Umsetzung des DCGK und die diesbezügliche Kommunikation und Unternehmen mit einem höheren Streubesitz auch höhere Werte erzielen. Doch insgesamt scheinen die Investoren noch unterwegs zu sein zu einer aktiveren Rolle, so wie sie im Gastbeitrag von Hans-Christoph Hirt von Hermes eindrucksvoll beschrieben ist.

Wenn aber der Kapitalmarkt noch nicht hinreichend Druck ausübt – muss es dann ersatzweise immer eine gesetzliche Regelung sein? Wir sind der Ansicht, dass es noch andere Hebel gibt, um bessere Corporate Governance Gepflogenheiten flächendeckend durchzusetzen. Die einfachsten: Eine weitere Konkretisierung des DCGK, eine wirkungsvollere Sanktionierung fehlerhafter Angaben. Darüber hinaus sollte über eine Anpassung der Prime Standard Regularien in Anlehnung an zentrale Kodex-Forderungen nachgedacht werden. Wenn die Zulassung zu einem Auswahlindex ein hohes Maß an Compliance und eine hohe Qualität in Kommunikation voraussetzen würde, gäbe es in der Tat einen weiteren, sehr wirkungsvollen Anreizmechanismus.

Executive Summary English version

Everything appears under control. The German Corporate Governance Code (the “Code”), at least among German DAX companies, is approaching levels of approval that are otherwise only known from the voting at Annual General Meetings. According to the Government Commission, the Code has achieved acceptance in Germany and improves the transparency of corporate decisions. The Deutsches Aktieninstitut (German Institute for Share Promotion) argues against legal regulations because the principle of voluntariness is functioning well. And a series of studies document why this is the case: companies are rewarded by the capital markets for good corporate governance and punished for poor business management. If investors turn their backs on the black sheep, then this is enough of an incentive to put their own corporate governance standards in line with the requirements of the Code.

In the Corporate Governance Survey 2005, ergo Kommunikation reaches a different conclusion. Firstly, according to our investigation, compliance with the Code has only improved selectively, and in many cases a gap exists between ambition and reality. Secondly, there is reasonable doubt that the Code actually – according to its claim – contains the international standards of good and responsible business management that are relevant for investors. And, thirdly, we are unable to determine that an extensive implementation of the Code and an ambitious communication would stimulate capital market performance. At least up to now, one can therefore not speak of reward or punishment by investors. For this reason, doubt is cast on a fundamental component in the German corporate governance concept, namely that the annual requirement of issuing a declaration of compliancy pursuant to § 161 of the German Stock Corporation Act (comply or explain) produces corresponding actions by the capital market and therefore gives incentives for the most extensive compliance possible.

First of all, concerning compliance: the average number of deviations has decreased mainly because more board members are willing to disclose their individual salaries. But there are clouds in the sky. Some companies are tacitly granting themselves more deviations than in the previous year. For some recommendations with lower media impact, acceptance is not making any headway. Better compliance is sometimes less a result of voluntary action and much more of (threatened) legal regulations – see the German law requiring executive pay disclosure (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz) or IAS principles. Also the fact that the Christian Democratic Union (CDU) has included a series of legal regulations in their manifesto aimed at strengthening the rights of shareholders indicates that there is not much confidence in voluntary self regulation by the business community in this regard.

Is the principle of “voluntariness” fundamentally better suited than legal regulation? The optically high approval rates for the Code alone do not suffice as evidence. The same goes for communicative implementation. Indeed there are many shining examples of excellent corporate governance communication, but in many other cases the subject is handled so half-heartedly that the noble intentions of many Code recommendations fall by the wayside. Take compensation reporting, for example: it is supposed to help shareholders assess the appropriateness of the compensation system as a whole and the emoluments made in the financial year. Some reports manage to do so – but you can tell that most of them are just trying to formally fulfill the legal obligations without at the same time providing shareholders with useful information. The mere individualized disclosure of single components without further explanation about their origins doesn't help – but this is exactly what the German government commission uses as evidence supporting greater transparency with regard to executive pay. More precise guidelines for the contents of compensation reports – rejected by the majority of companies – would be desirable.

Doubt should be cast on the assessment that the Code has been implemented across the board.

This would mean that the Code is used by companies and investors as a yardstick for good corporate governance. It cannot be denied that throughout Germany the role of the Code for the establishment of generally accepted standards is highly valued – however, the majority of companies by no means equate compliance with the Code with corporate governance standards. In their eyes, issues that are of relevance are either not regulated by the Code or are included as non-binding suggestions, while some of the issues that are covered in the recommendations are of comparably low significance for investors. Many recommendations are ultimately matters of course that had achieved a broad acceptance already prior to the Code.

This directly raises the issue of relevance for the capital markets. The initial belief that the capital market would reward exemplary compliance in the form of higher stock market prices has given way to widespread skepticism. Only a minority thinks that the degree of compliance is of significance for the performance of the share. Our empirical analysis confirms: a connection cannot be made between compliance on the one side and performance, total shareholder return or valuation of the company on the other side. Even exceptionally strong corporate governance communication was not rewarded by the capital market. In fact, the contrary is often the case: a shareholder who two or three years ago knowingly invested in a company that had numerous deviations from the Code and an intransparent communication, would be in a much better position today than a shareholder whose portfolio contained companies with high standards.

At the same time, we have determined that the companies with high standards with regard to compliance or communication do not meet the expectations of the capital market (measured by the consensus estimate of analysts) more often than companies with low standards; they deviated just as often to the upside or the downside. If corporate governance, as the majority of companies expect, really lowers risks for investors, fulfilling earnings expectations cannot be used to ascertain this claim.

Two possible conclusions can be reached from the comparison of compliance and corporate governance communication on the one side and performance and valuation of the company on the other side. First, it is possible that the influence of corporate governance standards on the performance is generally overestimated. Second, the criteria attached to the Code are maybe not appropriate for measuring corporate governance standards. Thus the reverse would also hold true: the Code itself is not an indicator for the corporate standards of a company.

If you consider all topic areas of the Corporate Governance Survey 2005, a further conclusion is suggested: the control of corporate governance standards by the capital market is still unsatisfactory at present. Indeed, we are able to determine that shareholder structure already has an influence on the implementation of the Code and communication in this regard and that companies with a higher free float also achieve higher values. Overall, however, investors seem to be still on their way to playing a more active role, as is impressively described in the article contributed by Hans-Christoph Hirt from Hermes.

But if the capital market cannot yet assert enough pressure – does the alternative always have to be a legal regulation? In our view other levers exist to implement better corporate governance conventions across the board. The easiest: putting the Code into more specific terms and ensuring more effective sanctions for erroneous statements. In addition, conformance of the Prime Standard rules based on the key requirements of the Code should be considered. If admission to a selective index would call for a high degree of compliance and a high quality in communication, then an additional, very effective incentive mechanism would truly exist.

2 Aufgabenstellung und Methodik

2.1 Fokus der Studie

Das Corporate Governance Survey von ergo Kommunikation, herausgegeben seit 2003, ist eine der umfassendsten Erhebungen zur Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodexes (DCGK) sowie zur Aufbereitung des Themas in der Finanzkommunikation deutscher Unternehmen – quer durch alle Größenklassen und Indices. Ergänzend zu der Auswertung von über 200 Entsprechenserklärungen, Geschäftsberichten und Internet-Auftritten widmet sich die Studie im Jahr 2005 erstmals zwei neuen Themenkomplexen.

Zum einen hat uns im Jahr 3 nach der Einführung des DCGK interessiert, welche Bedeutung der Kodex insgesamt sowie einzelne Empfehlungen und Anregungen haben, welche Rolle Corporate Governance in den tagtäglichen Investor Relations (IR) spielt und wie nach der geplanten gesetzlichen Regelung einer kritischen Empfehlung zur Vorstandsvergütung die künftige Entwicklung eingeschätzt wird. Hierzu haben wir IR-Manager der Unternehmen ebenso befragt wie Portfoliomanager und Analysten.

Zum anderen beschäftigt sich das Survey 2005 ausführlich mit der Frage, ob sich die Compliance mit dem DCGK oder die von uns erfassten Standards der Corporate Governance Kommunikation auf die Kursentwicklung sowie die Bewertung der Unternehmen auswirken – und wie hierzu die Erwartungshaltung von Unternehmen und Investoren aussieht.

Um eine Vergleichbarkeit mit früheren Ergebnissen herzustellen, haben wir uns im ersten Teil des Survey 2005, der eine empirische Analyse der Kodex-Compliance und der Qualität der Corporate Governance Kommunikation enthält, an denselben Fragestellungen orientiert wie in den Vorjahren. Insbesondere hat uns interessiert,

- ob die Akzeptanz des DCGK nach der hohen Zahl von Abweichungen im Vorjahr, etwa bei den Empfehlungen zum Ausweis der Vorstandsvergütung, im laufenden Jahr wieder spürbar zugenommen hat – und das nicht nur im DAX, sondern auch bei den kleineren Aktiengesellschaften,
- ob die Unternehmen beabsichtigen, die im Juni 2005 vorgestellten neuen Empfehlungen und Anregungen des DCGK, etwa zur Besetzung des Aufsichtsrats mit unabhängigen Mitgliedern, umzusetzen,
- ob bei der Erstellung von Entsprechenserklärungen, Corporate Governance- sowie Vergütungsberichten mehr Sorgfalt an den Tag gelegt wurde als im vergangenen Jahr, das durch eine Vielzahl unvollständiger, teilweise mit mangelnder Sorgfalt erstellter Erklärungen geprägt war,
- ob Diskrepanzen zwischen der Selbstverpflichtung der Entsprechenserklärung und der tatsächlichen Umsetzung von Empfehlungen weiterhin bei vielen Unternehmen an der Tagesordnung sind,
- ob das Internet noch stärker als bisher für die Corporate Governance Kommunikation genutzt wird.

Über die Befragung von Unternehmen sowie Fondsmanagern und Analysten – Teil 2 der Studie – haben wir unter anderem ermittelt,

- ob weitgehende Kodex-Compliance gleichgesetzt wird mit hohen Corporate Governance Standards,
- auf welches Interesse das Thema Corporate Governance bei Investoren und Analysten stößt – und welche der Empfehlungen und Anregungen für sie von besonderer Relevanz sind,

- ob erwartet wird, dass nach der angestrebten gesetzlichen Regelung des individualisierten Ausweises der Vorstandsvergütung weitere gesetzliche Regelungen den Kodex teilweise oder insgesamt ersetzen,
- wie die Unternehmen ihre Corporate Governance Kommunikation gestalten und welcher Instrumente sie sich dabei bedienen,
- welche Kosten jährlich durch die Umsetzung und Weiterentwicklung der Corporate Governance Standards entstehen – und ob ein Anstieg dieser Kosten erwartet wird.

In Teil 3 des Survey untersuchen wir, ob die Corporate Governance Standards eines Unternehmens Auswirkungen auf dessen Performance oder Unternehmensbewertung haben. Zu dieser Fragestellung liegen zahlreiche Studien vor, von denen die meisten zu dem Ergebnis kommen, dass die Kursentwicklung von Unternehmen mit „guter“ Corporate Governance einen Vergleichsindex übertrifft. Diese Arbeiten orientieren sich weniger an der DCGK-Compliance und der diesbezüglichen Kommunikation, sondern wenden in der Regel komplexere Modelle zur Beurteilung von Corporate Governance Standards an.

Wir haben uns hingegen vorrangig von der Frage leiten lassen, ob es sich für einen informierten Privatanleger lohnt (oder in den zurückliegenden Jahren gelohnt hat), die Corporate Governance Standards von Unternehmen in seine Investitions-Entscheidung einzubeziehen. Bewusst haben wir uns dabei auf solche Standards beschränkt, die für einen Privatanleger unmittelbar erkennbar sind – also auf die Abweichungen vom Regierungskodex sowie die Transparenz und Aktualität der Kapitalmarkt-Kommunikation einschließlich des Themenkomplexes Corporate Governance.

Anhand des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV), der Performance, des Total Shareholder Return (der Summe aus Kurssteigerungen und Dividendenzahlungen) und der Ergebnistreue (Treffen der Konsensschätzungen von Analysten) haben wir über den Zeitraum seit Anfang 2002 untersucht, ob die Unternehmen

- mit den wenigsten / den meisten Abweichungen von DCGK,
- mit der in den Corporate Governance Surveys erzielten höchsten / niedrigsten Punktzahl,
- mit der am besten / am schlechtesten bewerteten Corporate Governance Kommunikation,
- mit dem höchsten / niedrigsten Ranking bei allen vergütungs-relevanten Aspekten,
- mit dem höchsten / niedrigsten Ranking bei allen aufsichtsrats-relevanten Aspekten oder
- mit einem hohen / geringen Streubesitz

positiv oder negativ von einer relevanten Vergleichsgruppe (insbesondere dem jeweiligen Index) abweichen. Abschließend überprüfen wir, ob diese empirischen Erkenntnisse mit den Einschätzungen der Unternehmen und Investoren übereinstimmen, die an unserer Umfrage teilgenommen haben.

2.2 Methodik

2.2.1 Auswertung von Entsprechenserklärungen, Geschäftsberichten und Internetauftritten

2.2.1.1 Grundgesamtheit der Unternehmen

Die Untersuchung erstreckt sich auf sämtliche Unternehmen aus DAX, MDAX, TecDAX und SDAX entsprechend der am 1. Mai 2005 gültigen Indexzusammensetzung, 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 Unternehmen im Prime Standard (Prime All Share Index – in den Tabellen und

Grafiken der Studie mit PAS abgekürzt), die anderen 40 Unternehmen im General Standard (GS). Nachträgliche Änderungen der Indexzusammensetzung wurden nicht berücksichtigt.

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-Index-Gewichtung der Deutschen Börse mit einem Streubesitz von mindestens 20 % ausgewiesen sind. Dadurch 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 ist, unter Umständen wesentlichen Einfluss haben könnte. Ebenfalls eliminiert wurden Unternehmen, die mit anderen Aktiegattungen in einem Auswahlindex der Deutschen Börse vertreten sind.

Wie in den Vorjahren 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 227 Entsprechenserklärungen, 222 Geschäftsberichte sowie 229 Internetseiten ausgewertet. Im unternehmensspezifischen Scoring wurden nur jene 222 Unternehmen berücksichtigt, die sowohl eine aktuelle Entsprechenserklärung gemäß Kodex-Fassung vom 21. Mai 2003 in der Zeit von Anfang Juni 2004 bis Ende Mai 2005 abgegeben und den Geschäftsbericht über ihre Internetseiten bis Anfang Juni 2005 zur Verfügung gestellt haben.

Wie Tabelle 1 deutlich macht, haben zwei von 229 Unternehmen bis Ende Mai 2005 keine Entsprechenserklärung abgegeben. Sieben Unternehmen schafften es nicht, bis Anfang Juni 2005 einen Geschäftsbericht zu veröffentlichen.

Tabelle 1: Grundgesamtheit der Unternehmen

Unternehmen	Gesamt	davon: mit Firmensitz im Inland	davon: mit aktueller Entsprechens- erklärung	davon: mit aktuellem Geschäfts- bericht	Auswertung Internet	Berück- sichtigung im Scoring
DAX	30	30	30	30	30	30
MDAX	50	47	47	47	47	47
TecDAX	30	25	25	25	25	25
SDAX	50	47	47	47	47	47
PAS	40	40	39	39	40	39
GS	40	40	39	34	40	34
Gesamt	240	229	227	222	229	222

Auf Basis des zum 14. Juni 2005 ausgewiesenen Streubesitzes und der Marktkapitalisierung lassen sich für die Auswahlindices 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	22.338	16.547
MDAX	2.132	1.181
TecDAX	860	345
SDAX	387	158
PAS	222	123
GS	186	74

Noch mehr als in den beiden Vorjahren lässt sich festhalten, dass die Small Caps aus Prime und General Standard hinsichtlich ihrer Marktkapitalisierung nicht weit auseinander liegen. Signifikante Unterschiede zwischen diesen beiden Gruppen dürften daher nicht primär auf die Unternehmensgröße zurück zu führen sein. Auch die Werte aus TecDAX und SDAX unterscheiden sich in puncto Market Cap nicht so erheblich, wie es anhand der Tabelle den Anschein haben könnte. Ohne Berücksichtigung des Schwergewichts T-Online liegt die durchschnittliche Gesamtmarktkapitalisierung der TecDAX-Werte lediglich bei 472 Mio. Euro und damit nur um gut 22 % höher als im SDAX.

Eine vollständige Liste aller Unternehmen befindet sich im Anhang.

2.2.1.2 Vorjahresvergleich

Die im Rahmen der Corporate Governance Studie 2005 erhobenen Werte sind nur bedingt mit den Vorjahreswerten zu vergleichen. So gehörten lediglich 38 SDAX-Werte diesem Index bereits im Vorjahr an; vier befanden sich 2004 in der PAS-Gruppe, ein Unternehmen im General Standard, drei Unternehmen im MDAX. Innerhalb der PAS-Gruppe sind nur 19 von 40 Werten in der entsprechenden Vorjahresgruppe enthalten, im General Standard sind es 25 von 40 Werten.

Zum Zweck der besseren Vergleichbarkeit mit den beiden ergo-Studien von 2003 und 2004 haben wir die bereits im Vorjahr gebildete Vergleichsgruppe fortgeführt. Die Ergebnisse in dieser deckungsgleichen Gruppe entsprechen weitestgehend den Ergebnissen, die sich aus dem Vergleich der Indices ergeben. Daher gehen wir im Text nicht näher darauf ein.

Da für den TecDAX keine Werte für 2003 vorliegen, haben wir weiterhin die vom Berlin Center of Corporate Governance (BCCG) in 2003 ermittelten Werte für den NEMAX 50 – nachrichtlich – als Vergleichswerte für den TecDAX herangezogen.

2.2.1.3 Auswertungssystematik

Im ersten Teil der Studie haben wir die Entsprechenserklärungen von 227 Unternehmen untersucht und sämtliche Abweichungen von den Empfehlungen (Soll-Bestimmungen) des Deutschen Corporate Governance Kodexes erfasst. Da Unternehmen von den Anregungen des Kodexes (Sollte- oder Kann-Bestimmungen) ohne Erklärungspflicht abweichen können, flossen diese in die quantitative Analyse nicht ein.

Wie in den Vorjahren haben wir die Corporate Governance Kommunikation der Unternehmen anhand der Entsprechenserklärung, der Berichterstattung zu Corporate Governance im Geschäftsbericht sowie der Navigation und dem Informationsgehalt der Internetseiten analysiert.

Auch dieses Jahr haben wir die Compliance-Erklärungen der Unternehmen anhand ihrer Umsetzung in der Realität überprüft und dabei den Vergütungsbericht und die Veröffentlichungsfristen von Konzernabschluss und Zwischenbericht in den Mittelpunkt gestellt. Wir haben ebenfalls wieder untersucht, inwieweit die Unternehmen die Anregung der Kodex-Ziffer 3.10 aufgegriffen haben, im Geschäftsbericht auch zu den Anregungen des Kodexes Stellung zu nehmen.

2.2.2 Umfrage bei Unternehmen, Fondsmanagern und Analysten

Anfang Mai 2005 haben wir Fragebögen (s. Anhang, Seite 123) an die in der Grundgesamtheit enthaltenen Unternehmen sowie an insgesamt 152 Fondsgesellschaften und Researchhäuser verschickt.

An der Umfrage haben sich 45 Unternehmen (=19,6%) beteiligt. Dieser Wert wurde in erster Linie durch eine geringe Rücklaufquote bei den Small Caps in Prime (vier Unternehmen oder 10,0%) und General Standard (lediglich ein Unternehmen oder 2,5%) verursacht. Innerhalb der Auswahlindices haben 25,8 % der Unternehmen geantwortet, in DAX und TecDAX lag die Quote bei über einem Drittel. Die Umfrageergebnisse können damit innerhalb der Indices als empirisch valide angesehen werden. Für die Small Caps in Prime und General Standard haben wir uns entschieden, die fünf Antworten zusammenzufassen; die Werte können hier jedoch nicht als repräsentativ angesehen werden. Das gilt auch für die Portfoliomanager und Analysten, wo uns insgesamt acht Fragebögen vorliegen. Trotz der kleinen Stichprobe gibt das Antwortverhalten der Fondsmanager und Analysten wertvolle Hinweise auf die Relevanz des DCGK und deckt Unterschiede zur Sichtweise der Unternehmen auf.

Über zwei Fragen haben wir überprüft, ob die an der Umfrage beteiligten Unternehmen sich hinsichtlich ihrer Corporate Governance Gepflogenheiten signifikant von der Grundgesamtheit unterscheiden:

Die Zahl der Abweichungen von den Kodex-Empfehlungen ist mit Ausnahme des DAX bei den Umfrageteilnehmern geringer als in der Grundgesamtheit. Zu vermuten ist, dass sich das Antwortverhalten dieser Unternehmen hinsichtlich bestimmter Aspekte – etwa der Relevanz einzelner Empfehlungen – von der Einstellung der Unternehmen insgesamt unterscheidet.

Tabelle 3: Durchschnittliche Anzahl der Abweichungen vom Kodex (in %)

	DAX	MDAX	TecDAX	SDAX	PAS/GS
Umfrage	1,7	1,9	3,4	3,3	4,2
Grundgesamtheit	1,5	3,7	4,3	5,3	8,6

Der zweite Check betrifft das Kommunikationsverhalten der Unternehmen anhand des Kriteriums „Veröffentlichungsfristen“.

Tabelle 4: Kodex-Veröffentlichungsfristen eingehalten oder unterschritten (in %)

	DAX	MDAX	TecDAX	SDAX	PAS/GS
Umfrage	100,0	81,8	88,9	66,7	80,0
Grundgesamtheit	100,0	66,0	92,0	48,9	90,0

Lediglich im MDAX und im SDAX weicht das anhand der Veröffentlichungsfristen überprüfte Kommunikationsverhalten deutlich von der Grundgesamtheit ab.

2.2.3 Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Corporate Governance und Performance

Den Zusammenhang von Kodex-Compliance und Corporate Governance Kommunikationsstandards mit Kapitalmarkt-Performance und Unternehmensbewertung haben wir anhand folgender Kennzahlen untersucht:

Die Performance eines Indices oder einer Vergleichsgruppe von n Unternehmen haben wir als Summe der Marktkapitalisierungen (total market cap) der Unternehmen zum Zeitpunkt t_1 gegenüber dem Zeitpunkt t_0 definiert:

$$Performance = \sum_{n=1}^n \left(\frac{p_{n,t1} \cdot Q_{n,t1}}{p_{n,t0} \cdot Q_{n,t0}} - 1 \right)$$

wobei p_n = Aktienkurs eines Unternehmens zum Zeitpunkt t und Q_n = Anzahl der zugelassenen Aktien eines Unternehmens zum Zeitpunkt t

Die Marktkapitalisierung auf Basis der Jahresschlussstände 2001–2004 sowie zum 31. Mai 2005 wurde dabei den jeweiligen Ausgaben der Börsen-Zeitung entnommen. Die Performance wurde sowohl auf Jahresbasis sowie über unterschiedliche Mehrjahreszeiträume – innerhalb des 41 Monate umfassenden Gesamtzeitraums von Januar 2002 bis Mai 2005 – berechnet. Im Hauptteil des Survey beziehen wir uns dabei vorrangig auf den Zeitraum von Anfang Januar 2003 bis Ende Mai 2005. Grund dafür ist, dass die Unternehmen in aller Regel zum Jahresende 2002 ihre Compliance mit dem DCGK erstmals offen gelegt haben und im Frühjahr 2003 mit dem Geschäftsbericht erste Einblicke in ihre diesbezüglichen Kommunikationsstandards gewährten. Die Tabellen im Anhang enthalten die durchschnittliche Performance jedoch auch für andere Zeiträume.

Den Total Shareholder Return (TSR) haben wir definiert als die Summe aus Kurssteigerungen und Dividendenzahlungen eines Unternehmens über einen Zeitraum im Verhältnis zum Aktienkurs zu Beginn dieses Zeitraums. So errechnet sich bei einem Einstiegskurs von 20 Euro und einer Kurssteigerung auf 25 Euro sowie einer Dividendenzahlung von 1 Euro je Aktie ein TSR von 30 %. Um den Einfluss etwaiger unterjähriger Kapitalveränderungen zu eliminieren, wurde die Kurssteigerung erneut anhand der total market cap berechnet.

$$TSR = \frac{p_{n,t1} \cdot Q_{n,t1}}{p_{n,t0} \cdot Q_{n,t0}} + \frac{d_{t0}}{p_{t0}}$$

wobei p_n = Aktienkurs eines Unternehmens zum Zeitpunkt t , Q_n = Anzahl der zugelassenen Aktien eines Unternehmens zum Zeitpunkt t , d = gezahlte Dividende je Aktie

Zentrale Frage ist, ob der TSR einer unter Corporate Governance Kriterien gebildeten Gruppe sich signifikant vom TSR eines Vergleichsindices unterscheidet. Hierzu haben wir ein hypothetisches Investment von 1.000 Euro je Unternehmen zum Zeitpunkt t_0 unterstellt und die Wertentwicklung dieses Investments über einen Zeitraum von zwei (Jahresultimo 2002–2004) sowie drei Jahren (2001–2004) überprüft. So errechnet sich die Wertentwicklung auf Basis des TSR (2001–2004) wie folgt:

$$Value_{t0,t3} = 1000 \cdot \left(\frac{p_{n,t1} \cdot Q_{n,t1}}{p_{n,t0} \cdot Q_{n,t0}} - 1 \right) + q_{t0} \cdot (d_{t1} + d_{t2} + d_{t3})$$

wobei p_n = Aktienkurs eines Unternehmens zum Zeitpunkt t , Q_n = Anzahl der zugelassenen Aktien eines Unternehmens zum Zeitpunkt t , d = gezahlte Dividende je Aktie zum Zeitpunkt t sowie q = Anzahl der für 1.000 Euro erworbenen Aktien zum Zeitpunkt t_0

Darüber hinaus haben wir die Unternehmen anhand der Marktbewertung zu unterschiedlichen Zeitpunkten verglichen. Hierfür haben wir das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) herangezogen, wobei negative KGVs ebenso wie Ausreißer nach oben (KGV > 100) eliminiert wurden.

Für die Aggregation des KGV bieten sich unterschiedliche Methoden an. Die schlichteste Variante ist die Annahme eines Investments von jeweils einer Aktie pro Unternehmen, sodass lediglich der Mittelwert aller KGVs innerhalb einer Gruppe gebildet werden muss. Eine zweite Methode ist die Gewichtung der KGVs mit der jeweiligen Marktkapitalisierung. So ist das durchschnittliche KGVm einer Gruppe von n Unternehmen die Gesamt-Marktkapitalisierung dieser Gruppe geteilt durch die Summe der von diesen Unternehmen insgesamt erzielten Unternehmensgewinne (jeweils errechnet aus der Multiplikation des Gewinns je Aktie mit der Anzahl der zugelassenen Aktien).

$$KGVm_{t0} = \sum_{n=1}^n \left(\frac{p_{n,t0} \cdot Q_{n,t0}}{eps_{n,t0} \cdot Q_{n,t0}} \right)$$

wobei p_n = Aktienkurs eines Unternehmens zum Zeitpunkt t, Q_n = Anzahl der zugelassenen Aktien eines Unternehmens zum Zeitpunkt t und eps = Gewinn pro Aktie

Nachteil dieser Methode ist, dass Gesellschaften mit einer höheren Marktkapitalisierung im aggregierten KGV auch stärker gewichtet sind. Dritte Methode ist die Ermittlung des KGV anhand eines hypothetischen Investments von 1.000 Euro je Unternehmen (KGVn). Hierbei wird das Ergebnis je Aktie mit der für 1.000 Euro jeweils erworbenen Aktienzahl multipliziert.

$$KGVn_{t0} = \frac{1000 \cdot n}{\sum_{n=1}^n eps_{n,t0} \cdot q_{n,t0}}$$

wobei eps = Gewinn pro Aktie und q = Anzahl der für 1.000 Euro erworbenen Aktien zum Zeitpunkt t0

Darüber hinaus haben wir untersucht, ob die Unternehmen, die sich nach unseren Kriterien durch eine „gute“ Corporate Governance auszeichnen, in den Geschäftsjahren 2003 und 2004 eher die Erwartungen des Kapitalmarkts getroffen haben. Hierzu haben wir die Ergebnisschätzungen von Analysten zum Jahresende 2002 (2003) – ebenfalls der Börsen-Zeitung entnommen – mit den tatsächlich erzielten Ergebnissen je Aktie zum Jahresende 2003 (2004) verglichen. Dabei haben wir Ergebnistreue („good guess“) als Abweichung von plus oder minus 10 % von der Konsensschätzung der Analysten definiert.

Die jeweiligen Vergleichsgruppen haben wir nach folgenden Kriterien gebildet:

- Compliance mit dem DCGK. Erfasst wurde der Durchschnitt der Abweichungen von den Empfehlungen des DCGK gemäß der Erhebungen für die Corporate Governance Surveys 2004 und 2005. Für die im ersten Survey bereits erfassten Small Caps haben wir überdies den Zeitraum 2003 bis 2005 untersucht. Ferner hat uns interessiert, ob sich die „Pioniere“ (geringste Zahl von Abweichungen schon Anfang 2003) oder diejenigen Unternehmen, die über den Zeitstrahl ihre Compliance am deutlichsten verbessert haben, wesentlich von der Vergleichsgruppe unterscheiden.
- Mittelwert des erreichten Corporate Governance Gesamtscore in den Surveys 2003 bis 2005 – ebenfalls unter Einbeziehung der Pioniere und Verbesserer.
- Qualität der Corporate Governance Kommunikation gemäß der ergo Studien 2003 bis 2005.
- Corporate Governance Standards hinsichtlich der Vergütung des Vorstands. Der „Vergütungs-Score“ setzt sich aus der Compliance mit dem Unterabschnitt 4 des DCGK sowie der Aufbereitung dieses Themas in der Finanzkommunikation (Vergütungsbericht, Informationen im Internet) zusammen.
- Corporate Governance Standards hinsichtlich der Empfehlungen des DCGK zum Aufsichtsrat. Der „AR-Score“ umfasst die Compliance zum Unterabschnitt 5 des DCGK ebenso wie diesbezügliche kommunikative Aspekte (Informationen zur Effizienzprüfung).

3 Akzeptanz des deutschen Corporate Governance Kodexes

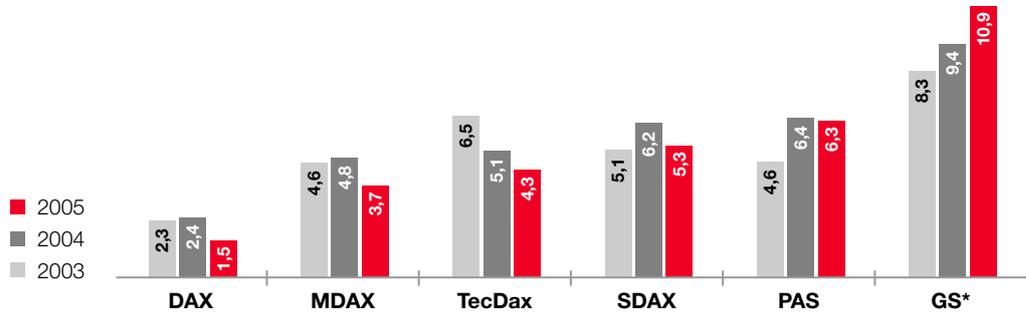
3.1 Abweichungen im Vorjahresvergleich

Der Deutsche Corporate Governance Kodex hat sich seit unserer letzten Erhebung nicht verändert. Relevant für die im Untersuchungszeitraum (Mai 2004–April 2005) abgegebenen Entsprechenserklärungen ist nach wie vor der Kodex in der Fassung vom 21. Mai 2003. Damit standen die Aufsichtsräte und Vorstände der Unternehmen anders als im Vorjahr nicht vor der Herausforderung, weitreichende neue Empfehlungen oder Anregungen zu diskutieren und über deren Umsetzung zu beschließen.

Vor dem Hintergrund des unveränderten Regelwerks überrascht es nicht, dass die Akzeptanz des DCGK nach dem durch die neuen Empfehlungen hervorgerufenen Negativtrend im Jahr 2004 nunmehr in allen untersuchten Segmenten des Prime Standards zugenommen hat. Die DAX-Unternehmen weichen nur noch von durchschnittlich 1,5 Empfehlungen ab und haben damit den vergleichsweise größten Fortschritt erzielt. Ebenfalls deutlich ist das höhere Maß an Zustimmung im MDAX, während bei den kleineren Werten weniger Bewegung zu erkennen ist.

GRAFIK 1: Durchschnittliche Anzahl der Abweichungen vom Kodex

(in %)



* General Standard ohne Berücksichtigung von vier Totalverweigerern

Deutlich zugelegt hat die Zahl der Unternehmen, die den Kodex ohne jede Ausnahme umsetzen. Nach fünf Gesellschaften im Vorjahr haben wir diesmal deren 21 gezählt – davon 13 allein im DAX. Im MDAX finden sich noch vier Unternehmen mit lückenloser Compliance, in TecDAX und SDAX nur noch jeweils eins: Software AG und GrenkeLeasing.

Wie in den Vorjahren lehnt keines der von uns erfassten Prime Standard Unternehmen den Kodex gänzlich ab. Doch gibt es insgesamt 15 Unternehmen, die zehn oder mehr Empfehlungen nicht umsetzen – zum Beispiel Adidas im DAX (10 Empfehlungen), Fielmann im MDAX (13) oder Sixt, Indus und Klöckner-Werke im SDAX (jeweils 12). Die Marseille-Kliniken, ein Nebenwert im Prime Standard, bringen es gar auf 16 Abweichungen, wovon alleine fünf auf die Empfehlungen zur Vorstandsvergütung entfallen.

Natürlich erreichen auch Unternehmen mit zehn Abweichungen in der Erfassungssystematik der Regierungskommission eine Zustimmungsquote von mehr als 86 % (62 von 72 Empfehlungen umgesetzt). Doch was auf den ersten Blick als optisch hohe Quote daherkommt, ist in vielen Fällen mit einer weitgehenden Ablehnung der zentralen Kodex-Empfehlungen gleichzusetzen, da es sich bei zahlreichen umgesetzten Soll-Vorschriften letztlich um Selbstverständlichkeiten handelt (etwa dergestalt, dass der Aufsichtsrat die Berichtspflichten des Vorstands näher festlegen sollte, dass moderne Kommunikationsmedien zu nutzen seien – oder dass ein Finanzkalender veröffentlicht werden soll).

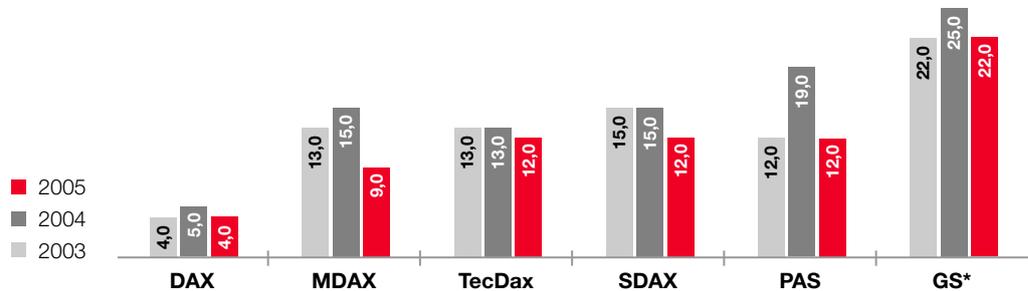
Wie in den Vorjahren ist das Bild bei den Small Caps im General Standard durch eine weitreichende Ablehnung des DCGK geprägt. Nach durchschnittlich 10,0 Ausnahmen im Vorjahr steigt die Zahl auf 10,9. Darin sind noch nicht einmal die drei Unternehmen enthalten, die das gesamte Regelwerk ablehnen (Deutsche Balaton, GCI Management, SHB Stuttgarter Hofbräu) oder – im Falle der BKN International – durch eine intransparente Entsprechenserklärung dem Aktionär die Überprüfung ihrer Compliance unmöglich machen. Selbst ohne die Berücksichtigung dieser Totalverweigerer setzen 23 Unternehmen im General Standard, also 62,2 %, mindestens zehn Empfehlungen des Kodexes nicht um.

45,0 % der insgesamt 202 Unternehmen, deren Compliance wir bereits im Jahr 2004 untersucht haben, weisen in ihren aktuellen Entsprechenserklärungen weniger Abweichungen vom DCGK auf; zumeist wurde eine Abweichung gestrichen, wobei der häufigere individuelle Ausweis der Vorstandsvergütung eine dominante Rolle spielte. Lediglich 26 Unternehmen (12,9 %) verbesserten ihre Compliance in zwei oder mehr Punkten.

Bei weiteren 45,0 % der Unternehmen hat sich nichts getan. Sie weichen in ebenso vielen Punkten vom Kodex ab wie vor einem Jahr und bedienen sich dabei in aller Regel – bis auf die Datumsangabe – gleich lautender Entsprechenserklärungen.

Etwas überraschend ist in Anbetracht eines seit Mai 2003 unveränderten Kodexes, dass 20 Unternehmen (9,9 %) weniger Empfehlungen des Kodexes folgen als früher. Überraschend deshalb, weil einmal akzeptierte Soll-Vorschriften eigentlich später nicht mehr zu einem Problem werden sollten. Denn das würde ja zugleich bedeuten, dass ein bereits erreichter Standard in Management und Unternehmenskontrolle bewusst zurückgeschraubt wird. In einigen Fällen ist der Anstieg der Abweichungen erklärbar – so hat die Rechtsunsicherheit bei der erfolgsorientierten Vergütung des Aufsichtsrats in Einzelfällen dazu geführt, dass diese Komponente von der Hauptversammlung (siehe DaimlerChrysler) gekippt wurde. Doch gibt es offenkundig auch Unternehmen, die zu früheren Zeitpunkten schlicht vergessen haben, manche Abweichungen aufzuführen und dies nun verschämt nachreichen.

Ein Beispiel hierfür ist die Leifheit AG, die im Dezember 2004 erklärte, das Vergütungssystem für den Vorstand werde „wie bisher“ im Personalausschuss des Aufsichtsrats und nicht im Aufsichtsrats-Plenum beraten. Nur: In der Erklärung vom Dezember 2003 fehlt die Passage. Weiteres Manko: Die im Vorjahr abgegebene Erklärung, der Festlegung einer Altersgrenze für Vorstandsmitglieder sei „bisher nicht entsprochen“ worden, werde „aber zukünftig entsprochen werden“, wird ein Jahr später im Wortlaut wiederholt. Offensichtlich bezieht sich die Formulierung „zukünftig“ bei Leifheit auf die ferne Zukunft, jedoch nicht das folgende Geschäftsjahr. Eine Erklärung (à la „entgegen den Planungen doch nicht eingeführt...“) findet der Aktionär nicht – auch nicht im Geschäftsbericht, der stattdessen hervorhebt, für Leifheit sei eine „gute und verantwortungsvolle Corporate Governance schon lange Teil ihrer Identität“.

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

* General Standard ohne Berücksichtigung von vier Totalverweigerern

3.2 Problematische Kodex-Empfehlungen

Die Zahl der neuralgischen Empfehlungen mit einer Ablehnungsquote von mehr als 10 % ist nach dem deutlichen Anstieg 2004 in allen untersuchten Segmenten zurückgegangen. Am auffälligsten ist die Abnahme im MDAX (von 15 auf 9) sowie bei den Small Caps im Prime Standard (von 19 auf 12). Damit liegen die Unternehmen trotz der Erweiterung des Regelwerks im Mai 2003 wieder mindestens auf dem Niveau zur Jahreswende 2002/03. Das deutet darauf hin, dass neue Regelungen nicht selten mit einem Jahr Verzögerung (oder mehr) umgesetzt werden. Offensichtlich möchten manche Unternehmen erst Klarheit über die generelle Akzeptanz neuer Soll-Vorschriften gewinnen, bevor sie bereit sind, diese selber umzusetzen.

3.2.1 Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat

Gleichwohl gibt es Empfehlungen, die hartnäckig unterhalb einer Zustimmungsquote von 90 % verharren. So weigert sich unterhalb von DAX und MDAX nach wie vor die Mehrheit der Unternehmen, einen angemessenen Selbstbehalt in der D&O-Versicherung einzuführen – und auch bei den größeren Börsenwerten gibt es nach wie vor eine große Zahl von Abweichlern. Die häufig zu lesende Begründung, dass die Versicherungsprämien durch die Vereinbarung eines Selbstbehalts nicht sinken würden, vermag bei näherem Hinsehen nicht zu überzeugen. Schließlich geht es um die verhaltenssteuernde Funktion eines Selbstbehalts und mithin um den besseren Schutz der Aktionäre vor etwaigen Pflichtverletzungen der Organmitglieder.

GRAFIK 3: Selbstbehalt D&O-Versicherung – Ziffer 3.8

(Entsprechung in %)

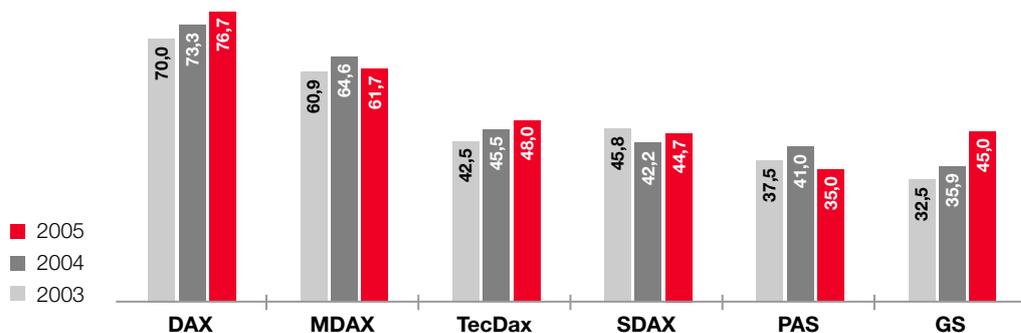


Tabelle 5: Neuralgische Empfehlungen mit weniger als 90 % Zustimmung*

Kodex-Ziffer	Empfehlung	Zustimmung						
		DAX	MDAX	TecDAX	SDAX	PAS	GS	Gesamt
2.3.1	HV-Unterlagen im Internet zur Verfügung stellen	100,0	100,0	88,0	97,9	95,0	85,0	94,8
3.8	Selbstbehalt D&O	76,7	61,7	48,0	44,7	35,0	45,0	51,1
4.2.2	Aufsichtsratsplenium berät über die Struktur der Vorstandsvergütung und überprüft sie regelmäßig	83,3	97,9	92,0	91,5	95,0	77,5	90,0
4.2.3 Absatz 2 Satz 2	Orientierung des Aktienoptionsprogramms an relevanten Vergleichsparametern	100,0	97,9	84,0	91,5	90,0	85,0	91,7
4.2.3 Absatz 2 Satz 4	Begrenzung (Cap) für nicht vorhergesehene Entwicklung	96,7	91,5	76,0	87,2	77,5	82,5	85,6
4.2.3 Absatz 3 Satz 1	Bekanntmachung Vergütungssystem in Internet und Geschäftsbericht	100,0	97,9	84,0	93,6	90,0	55,0	86,9
4.2.4 Satz 1	Ausweis der Vorstandsvergütung nach Fixum/Variabel im Konzernabschluss	100,0	95,7	96,0	93,0	72,5	40,0	82,1
4.2.4 Satz 2	Individuelle Offenlegung der Vorstandsvergütung	66,7	38,3	56,0	29,8	27,5	17,5	36,7
5.1.2 Absatz 2 Satz 3	Altersgrenze Vorstand	96,7	95,7	76,0	87,2	70,0	60,0	81,2
5.3.1	Bildung von Fachausschüssen im Aufsichtsrat	100,0	97,9	76,0	70,2	80,0	52,5	79,0
5.3.2	Einrichtung eines Prüfungsausschusses (audit committee)	96,7	87,2	68,0	55,3	67,5	37,5	67,7
5.4.1 Absatz 1 Satz 2	Altersgrenze Aufsichtsrat	93,3	80,9	80,0	83,0	60,0	50,0	73,8
5.4.5 Absatz 1 Satz 3	Berücksichtigung Vorsitz und stellvertretender Vorsitz im Aufsichtsrat sowie Vorsitz und Mitgliedschaft in den Ausschüssen bei der Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder	93,3	76,6	84,0	85,1	70,0	77,5	80,3
5.4.5 Absatz 2 Satz 1	Erfolgsorientierte Aufsichtsratsvergütung	90,0	70,2	72,0	72,3	55,0	40,0	65,5
5.4.5 Absatz 3 Satz 1	Individualisierter Ausweis der Aufsichtsratsvergütung für persönlich erbrachte Leistungen	96,7	93,6	96,0	91,5	75,0	60,0	84,7
5.4.5 Absatz 3 Satz 2	Individualisierter Ausweis Aufsichtsratsvergütung	86,7	53,2	76,0	61,7	55,0	45,0	60,7
6.6 Absatz 2 Satz 2	Individualisierung Aktienbesitz, falls 1 Person >1%	90,0	87,2	96,0	87,2	92,5	52,5	83,4
6.6 Absatz 2 Satz 3	Getrennter Ausweis des Aktienbesitzes von Aufsichtsrat und Vorstand, falls insgesamt >1%	93,7	89,4	100,0	93,6	92,5	60,0	87,8
7.1.1 Satz 2	Internationale Rechnungslegung	100,0	93,6	100,0	76,6	87,5	27,5	79,0
7.1.2 Satz 2,1	Veröffentlichung Konzernabschluss innerhalb von 90 Tagen	100,0	70,2	88,0	51,1	85,0	20,0	65,9
7.1.2 Satz 2,2	Veröffentlichung Zwischenbericht innerhalb von 45 Tagen	96,7	78,7	92,0	70,2	82,5	32,5	73,4

* ohne General Standard

Auf der anderen Seite rühren manche Abweichungen daher, dass weiterhin keine klare Vorstellung darüber besteht, ab welcher Höhe ein Selbstbehalt als angemessen anzusehen ist. Von einer Konkretisierung des Regelwerks hat die Regierungskommission jedoch bei der nun anstehenden Erweiterung des DCGK abgesehen. Die ursprüngliche Empfehlung der Regierungskommission aus dem Jahr 2001, die gezahlten Versicherungsprämien und die Höhe des Selbstbehalts im Konzernanhang auszuweisen, wäre aus Sicht der Aktionäre wohl die beste Lösung, da sie sich dann letztendlich selbst ein Urteil über dessen Angemessenheit bilden könnten.

3.2.2 Vorstand

Berücksichtigt man nur die Entsprechenserklärungen, so hat sich in der Frage der Vorstandsvergütung im zurückliegenden Jahr außerordentlich viel getan: Fast alle Unternehmen im Prime Standard sind bereit, die Grundzüge des Vergütungssystems zu erläutern, und eine im Vergleich zum Vorjahr deutlich höhere Zahl von Vorständen legen ihre Bezüge individualisiert offen. Wie wir jedoch in Abschnitt 4 zeigen werden, gibt es nach wie vor eine Diskrepanz zwischen Anspruch und Wirklichkeit. Etliche Darstellungen der Grundzüge des Vergütungssystems, obwohl de jure möglicherweise ausreichend, bieten den Aktionären keinerlei Information. Die Gesellschaften, die alle wesentlichen Vergütungskomponenten erläutern, befinden sich deutlich in der Minderheit; bei den Small Caps sind sie an einer Hand abzuzählen.

Damit sind wir bei einem Grundproblem in der gegenwärtigen Corporate Governance Diskussion angelangt. Die starke Fokussierung von Medienberichten auf die Frage, ob Vorstände bereit sind, ihre persönlichen Bezüge offenzulegen oder ob sie sich zugeknöpft geben, erweckt mitunter den Eindruck, als sei dies das entscheidende Kriterium guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung. Gleichmaßen sind wohl auch zahlreiche Unternehmen der Ansicht, mit einem individualisierten Ausweis der Vorstandsvergütung sei der Beweis für hohe Standards in Corporate Governance und Transparenz ultimativ erbracht.

Institutionelle Investoren wie der Gastautor unserer Studie, Hans-Christoph Hirt, betonen demgegenüber, dass weniger die absolute Höhe der Vergütung entscheidend ist, sondern die Frage, ob das Vergütungssystem genügend Anreize für aktionärsorientiertes Verhalten bietet und zugleich der Gesellschaft langfristig zu einer guten Position im Wettbewerb um qualifizierte Manager verhilft. Es liegt auf der Hand, dass ein Aktionär diese Frage nicht beantworten kann, wenn ein Unternehmen zwar die Bezüge individualisiert offenlegt, aber etwa zur Tantieme lediglich erläutert, diese orientiere sich am Unternehmenserfolg.

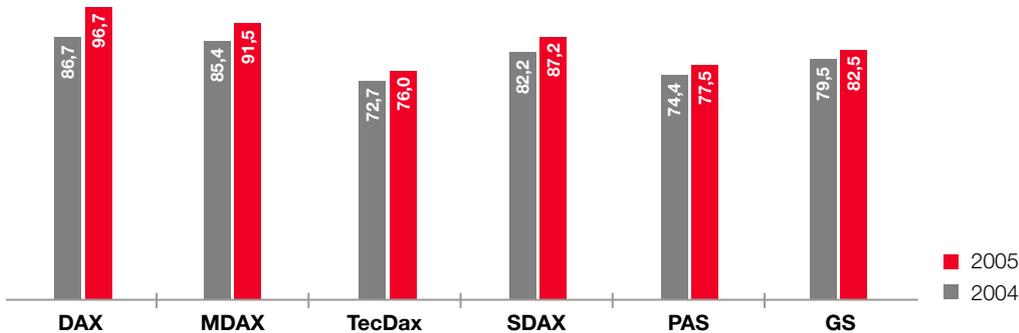
Die wachsende Zustimmung zu den Empfehlungen des Kodexes, welche die Vorstandsvergütung betreffen, sind daher nicht ohne weiteres als Beleg heranzuziehen für ein, wie etwa das Deutsche Aktieninstitut schreibt, „anerkanntes Bestreben“ der deutschen Unternehmen, den Kodex umzusetzen.¹

Insgesamt 14,4 % der Unternehmen (Vorjahr 16,1 %) weichen von der Empfehlung ab, der Aufsichtsrat solle bei Aktienoptionen oder vergleichbaren Gestaltungen eine Begrenzungsmöglichkeit (Cap) für außerordentliche, nicht vorhergesehene Entwicklungen vereinbaren (Ziffer 4.2.3 Abs. 2 Satz 4). Nur noch ein DAX-Unternehmen (Adidas) setzt die Soll-Vorschrift nicht um; im Vorjahr waren es noch vier Werte. In den anderen Börsensegmenten sind die Fortschritte weniger auffällig. Das hohe Maß an Zustimmung bei den Small Caps hat seine Ursache darin, dass die Vorstandsbezüge dort häufig keine Komponente mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter enthalten, so dass die Empfehlung nicht anwendbar ist.

1) Deutsches Aktieninstitut: Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz), 28.4.2005, S. 2

GRAFIK 4: Begrenzungsmöglichkeit (Cap) für außerordentliche nicht vorhergesehene Entwicklungen – Ziffer 4.2.3 Abs. 2 Satz 4

(Entsprechung in %)

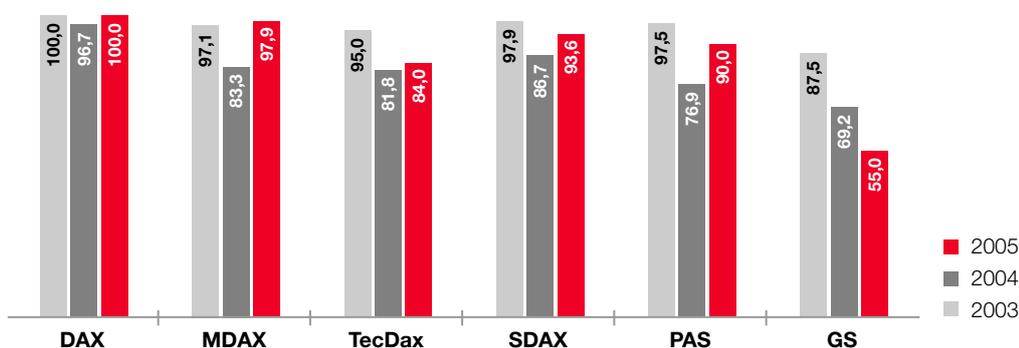


Wie im Vorjahr haben überdurchschnittlich viele TecDAX-Unternehmen keine Begrenzungsmöglichkeit in ihren Aktienoptionsprogrammen vorgesehen. Hier liegen zumeist Programme aus früheren Jahren vor, die seitdem nicht angepasst wurden.

Auch wenn es darum geht, die Grundzüge des Vergütungssystems – einschließlich konkreter Ausgestaltung des Aktienoptionsplans – im Internet allgemein verständlich bekannt zu machen und im Geschäftsbericht zu erläutern (Ziffer 4.2.3 Abs. 3 Satz 1), fällt die unterdurchschnittliche Compliance im TecDAX (84,0 %) ins Auge. In den anderen Auswahlindizes wurde der Wert auf deutlich über 90 % hochgeschraubt. Im General Standard ist hingegen nur etwa jedes zweite Unternehmen bereit, Informationen über das Vergütungssystem preiszugeben. Wie wir noch zeigen werden, klaffen jedoch in allen Segmenten Anspruch und Wirklichkeit auseinander: Nicht alle Unternehmen, die erklären, Ziffer 4.2.3 umzusetzen, bieten ihren Aktionären tatsächlich Informationen zum Vergütungssystem an, die diesen helfen würden, die Angemessenheit der Bezüge zu beurteilen.

GRAFIK 5: Bekanntmachung und Erläuterung des Vergütungssystems – Ziffer 4.2.3 Abs. 3 Satz 1

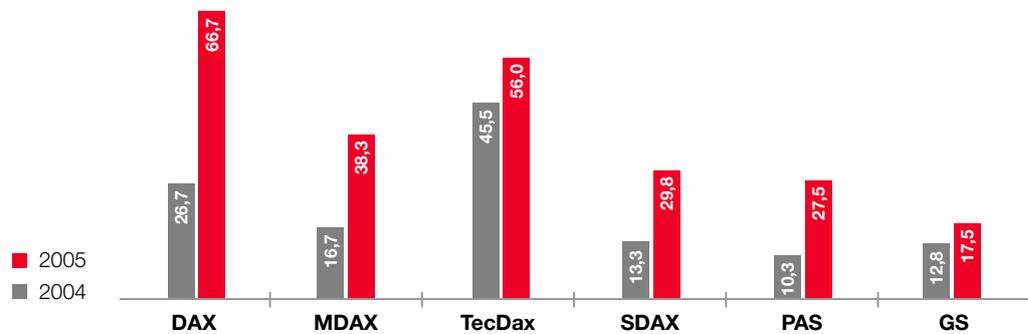
(Entsprechung in %)



Offensichtlich unter dem erfolgreichen Druck der Medien haben sich im Vergleich zum Vorjahr wesentlich mehr Unternehmen dazu durchgerungen, die Bezüge für jedes einzelne Vorstandsmitglied individualisiert auszuweisen (Ziffer 4.2.4 Satz 2). Innerhalb unserer Stichprobe von 229 Unternehmen legen 84 (36,7%) die individuellen Bezüge offen (Vorjahr 21,5%). Allein in DAX und MDAX sind 21 ehemalige Verweigerer nun bereit, dem Kodex auch in diesem neuralgischen Punkt zu folgen. Im SDAX und bei den Prime Standard Small Caps hat sich die Zustimmungquote mehr als verdoppelt, liegt aber weiterhin unter 30%. Nun ist es bekanntlich Ansichtssache, ob ein Glas zu einem Viertel voll oder zu drei Vierteln leer ist. Die Argumentation des DAI, das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz sei auch deshalb überflüssig, weil „immer mehr Unternehmen“ freiwillig veröffentlichen, steht aber unabhängig von der jeweiligen Sichtweise in Anbetracht der hohen Ablehnung bei den kleineren Werten auf wackligen Beinen.²

GRAFIK 6: Individualisierter Ausweis der Vorstandsvergütung – Ziffer 4.2.4 Satz 2

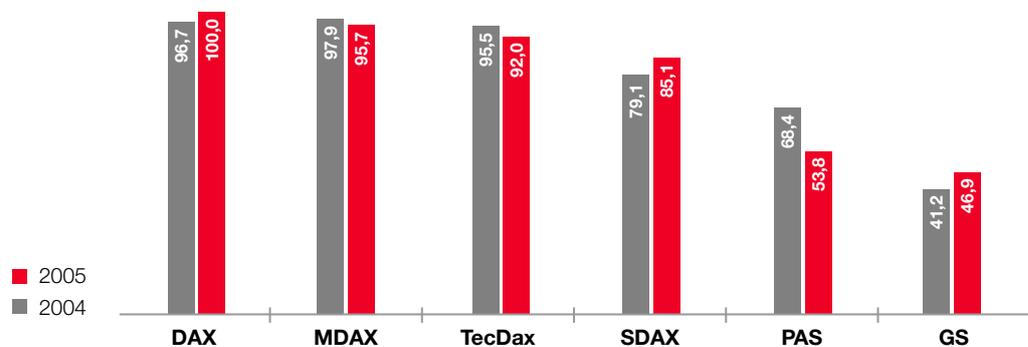
(Entsprechung in %)



Von Interesse ist, wie die Unternehmen – wenn überhaupt – eine Abweichung von Ziffer 4.2.4 Satz 2 begründen. Häufig wird argumentiert, die individuelle Veröffentlichung stelle einen schwerwiegenden Eingriff in die Persönlichkeitsrechte der Vorstandsmitglieder dar; diese seien höher zu gewichten als die Aktionärsinteressen. Andere Unternehmen sind der Ansicht, dass eine Veröffentlichung den Aktionären keine relevante Information liefern würde, da doch schon die Gesamtbezüge differenziert nach Fixum und variablem Anteil im Konzernanhang dargestellt sind. Diese Begründung

GRAFIK 7: Differenzierter Ausweis der Vorstandsvergütung – Ziffer 4.2.4 Satz 1

(Entsprechung in %)



2) Deutsches Aktieninstitut: a.a.O., S. 1

erscheint fragwürdig, denn letztlich beanspruchen diese Unternehmen für sich, dass sie die Bedeutung für Investoren besser beurteilen können als die Investoren selbst. Das DAI stellt sogar in Frage, „ob von den Aktionären die Angemessenheit der persönlichen Vergütung in der gleichen Weise beurteilt werden kann wie von Aufsichtsräten.“³ Mit anderen Worten: Das Unternehmen würde Zahlen liefern, die ein Aktionär nicht sinnvoll interpretieren kann. Zu Ende gedacht bedeutet dieses Argument, dass man dann auch den gesamten Konzernabschluss auf solche Zahlen reduzieren könnte, die nach Ansicht der Unternehmen von Aktionären verstanden werden und für diese wichtig sind!

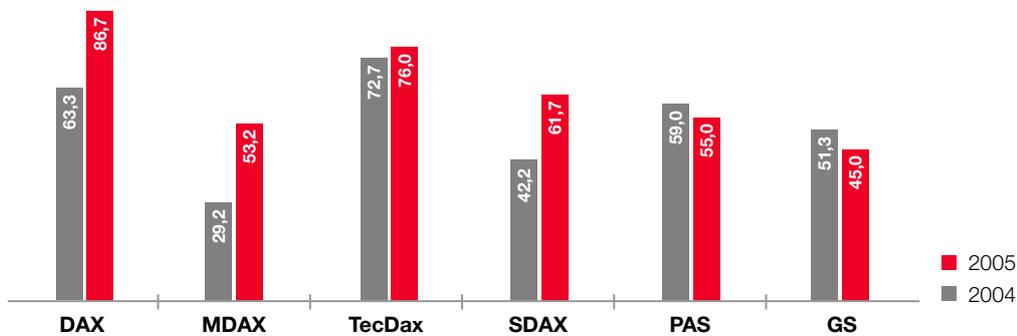
Bei dem Für und Wider beim Thema Vorstandsvergütung muss berücksichtigt werden, dass der ins Feld geführte differenzierte Ausweis der Gesamtvergütung (Ziffer 4.2.4 Satz 1) sich noch nicht bei allen Unternehmen als Mindeststandard durchgesetzt hat. Nur 85,1% der SDAX-Werte legen im Konzernabschluss Fixum und variablen Anteil offen, bei den kleineren Unternehmen ist nur jedes zweite dazu bereit. Ein Aktionär, dem die gesamte Vorstandsvergütung in einer einzigen Zahl präsentiert wird, dürfte in der Tat nicht in der Lage sein, deren Angemessenheit zu beurteilen.

3.2.3 Aufsichtsrat

Die im Vorjahr nur sehr widerwillig umgesetzte Empfehlung, die Vergütung der einzelnen Aufsichtsratsmitglieder individualisiert auszuweisen, ist im Erhebungszeitraum auf größere Akzeptanz gestoßen. In DAX und MDAX fällt das besonders ins Auge – bei den Blue Chips verweigern nur noch vier Werte eine Offenlegung für die einzelnen Organmitglieder, und nach der hohen Ablehnung im Vorjahr von über 70 % im MDAX folgt jetzt immerhin jeder zweite Mid Cap der Kodex-Empfehlung.

GRAFIK 8: Individualisierter Ausweis der Aufsichtsratsvergütung – Ziffer 5.4.5 Abs. 3 Satz 2

(Entsprechung in %)

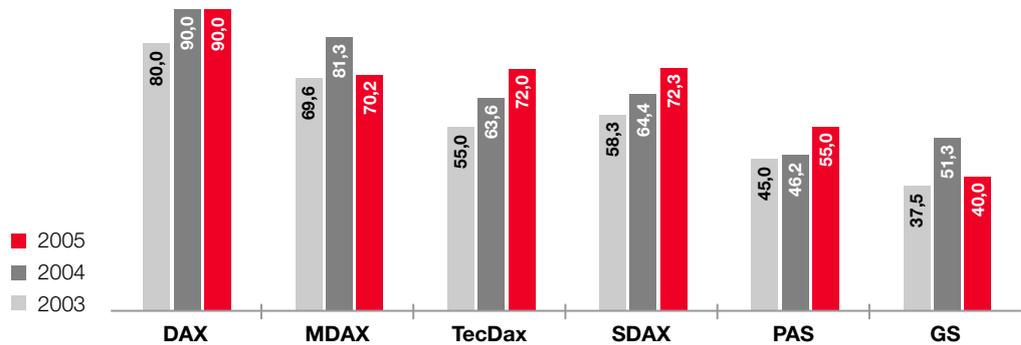


Die nach wie vor große Intransparenz bei den kleineren Werten (rund 50 % weisen nur die Gesamtvergütung aus) hängt vermutlich damit zusammen, dass die Mitglieder des Aufsichtsrats hier häufig nicht erfolgsorientiert vergütet werden (Ziffer 5.4.5 Abs. 2 Satz 1). So weichen im General Standard 40 % der Unternehmen von beiden Empfehlungen ab. In den Entsprechenserklärungen findet sich sinngemäß die Begründung, dass ein individueller Ausweis der Aufsichtsratsvergütung – wegen der fehlenden Erfolgskomponente – nicht mehr Informationen biete als die Unternehmenssatzung, in welcher beschrieben ist, wie viel einem Aufsichtsratsmitglied sowie dem Vorsitzenden und stellvertretenden Vorsitzenden zusteht. Umgekehrt darf aber gefragt werden, warum dann diese ohnehin öffentliche Information nicht in den Konzernabschluss aufgenommen wird, zumal den Unternehmen dadurch keine erkennbaren Kosten entstehen und Persönlichkeitsrechte nicht tangiert sind.

3) Deutsches Aktieninstitut: a.a.O., S. 3

GRAFIK 9: Erfolgsorientierte Aufsichtsratsvergütung – Ziffer 5.4.5 Abs. 2 Satz 1

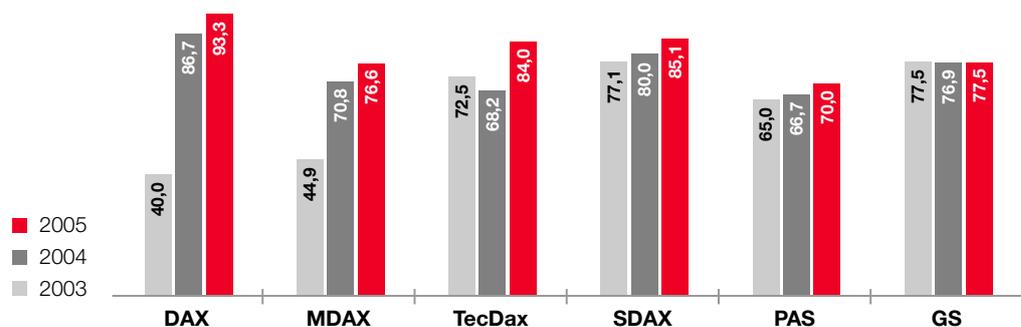
(Entsprechung in %)



Weniger kritisch – zumindest aus heutiger Sicht – sind die sonstigen Empfehlungen zur Aufsichtsratsvergütung. Die Berücksichtigung von Vorsitz und stellvertretendem Vorsitz im Aufsichtsrat sowie des Vorsitzes und der Mitgliedschaften in den Ausschüssen des Aufsichtsrats stellen für durchschnittlich 80,3 % der Unternehmen (Vorjahr 76,2 %) kein Problem mehr dar. Im DAX und MDAX hat sich der Zustimmungsgrad in zwei Jahren ungefähr verdoppelt; vielfach mussten die Unternehmen mit Satzungsänderungen dafür sorgen, dass sich auch die Tätigkeit – und insbesondere der Vorsitz – in Fachausschüssen in der Vergütung niederschlägt. Der von Anfang an hohe Grad der Akzeptanz bei den kleinen Werten hat seine Ursache darin, dass diese häufig keine Fachausschüsse gebildet haben, sodass die Empfehlung nicht greift.

GRAFIK 10: Berücksichtigung des Vorsitzes auch in Ausschüssen bei der Vergütung des Aufsichtsrats – Ziffer 5.4.5 Abs. 1 Satz 3

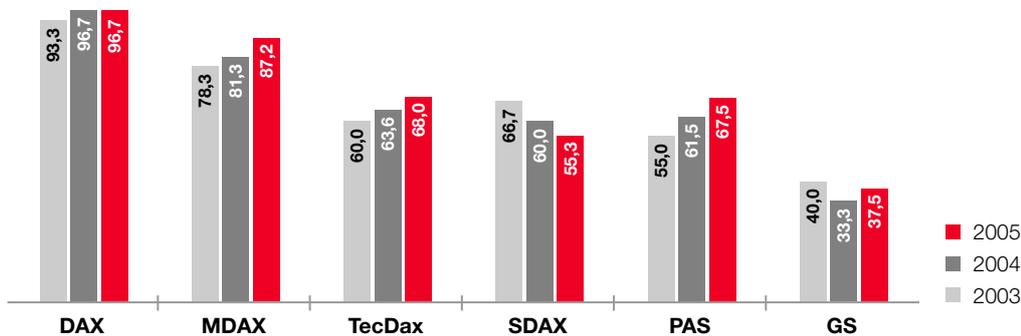
(Entsprechung in %)



Der Aufsichtsrat soll fachlich qualifizierte Ausschüsse (Ziffer 5.3.1) „abhängig von den spezifischen Gegebenheiten des Unternehmens und der Anzahl seiner Mitglieder bilden“. Da viele Small Caps über einen kleinen, meist mit drei Personen besetzten Aufsichtsrat verfügen, macht es für sie durchaus Sinn, auf solche Fachausschüsse zu verzichten. Das betrifft ebenfalls die Einrichtung eines Prüfungsausschusses (Audit Committee, Ziffer 5.3.2). Ausweislich der Entsprechenserklärung haben nur 37,5 % der Unternehmen im General Standard und 67,5 % der Prime Standard Small Caps einen solchen Ausschuss gebildet. Der tatsächliche Zustimmungsgrad dürfte jedoch um einiges darunter liegen, da aus der Formulierung des DCGK nicht klar hervorgeht, ob ein dreiköpfiger Aufsichtsrat von der Empfehlung abweicht, wenn er „entsprechend der Anzahl seiner Mitglieder“ eben keinen Ausschuss bildet. Anhand der Aufsichtsratsberichte der Small Caps des Prime Standard kommen wir etwa zu dem Ergebnis, dass dort die Zustimmungquote nicht bei 67,5 %, sondern lediglich bei 48,7 % liegt. Mit anderen Worten: In 51,3 % der Berichte wird an keiner Stelle über die Tätigkeit eines (Bilanz-) Prüfungsausschusses oder Audit Committee berichtet.

GRAFIK 11: Prüfungsausschuss (audit committee) – Ziffer 5.3.2

(Entsprechung in %)

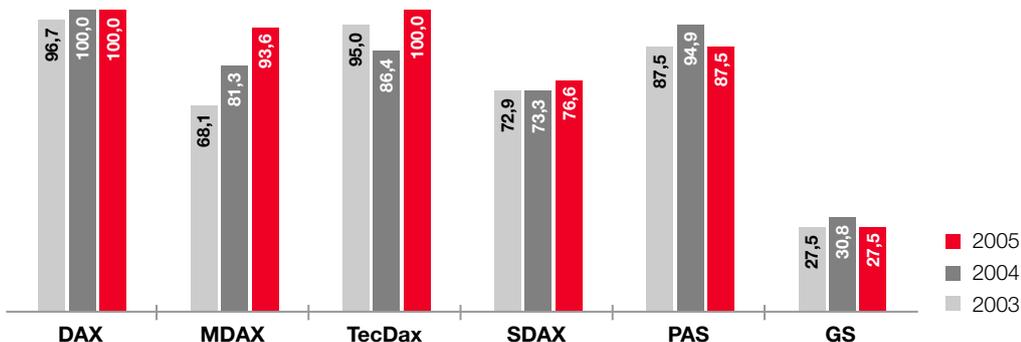
**3.2.4 Transparenz, Rechnungslegung und Abschlussprüfung**

Im Prime Standard weichen nur noch wenige Unternehmen von den Soll-Vorschriften ab, die auf eine möglichst transparente und aktuelle Information der Aktionäre unter Verwendung international vergleichbarer Bilanzierungsstandards abzielen. Auch diesen Sachverhalt könnte man auf den ersten Blick als Beleg für die freiwillige Anpassung der Corporate Governance Gepflogenheiten deutscher Unternehmen an den Kodex heranziehen – und aus der wachsenden Zustimmungquote schlussfolgern, dass eine gesetzliche Regelung überflüssig sei.

Doch es darf wohl mit Fug und Recht behauptet werden, dass die Umstellung der Konzernabschlüsse von HGB auf internationale Rechnungslegungsvorschriften weniger durch Ziffer 7.1.1 des DCGK als vielmehr durch das Bilanzrechtsreformgesetz beschleunigt wurde, das die EU-weite IAS-Verordnung in nationales Recht überführt. Aufgrund dieser gesetzlichen Regelung müssen ohnehin ab dem Konzernabschluss 2005 internationale Regeln angewendet werden; immerhin elf SDAX-Unternehmen und weitere drei im MDAX schöpfen diese Frist aus. Im General Standard hat die Rechnungslegung nach IAS weiterhin noch nicht Einzug gehalten; 72,5% der Unternehmen bilanzieren nach wie vor nach HGB. In diesem Segment ist daher im Jahr 2005 mit einem sehr großen Umstellungsaufwand zu rechnen. Manche General Standard Werte befinden sich schon mitten im Umstellungsprozess, andere erklären ungerührt, weiter nach HGB veröffentlichten zu wollen, ganz so, als ob es die gesetzliche Regelung nicht gäbe oder diese nicht bekannt wäre.

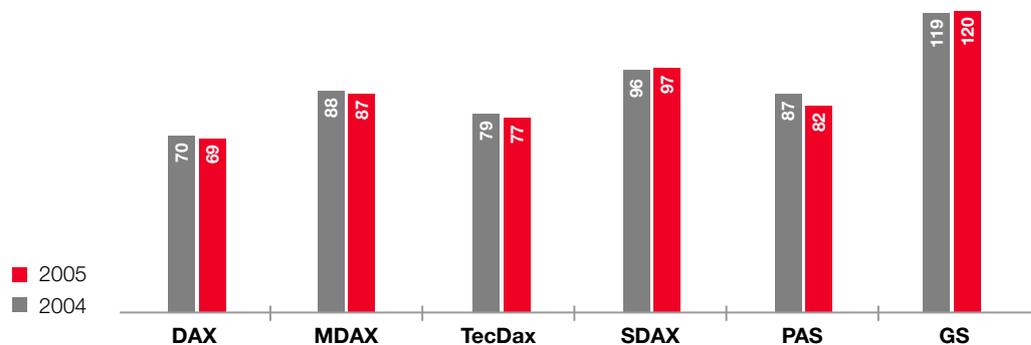
GRAFIK 12: Internationale Rechnungslegung – Ziffer 7.1.1

(Entsprechung in %)



Wie im Vorjahr entsprechen 65,9% aller Unternehmen der Empfehlung, den Konzernabschluss innerhalb von 90 Tagen nach Bilanzstichtag zu veröffentlichen. Die meisten Abweichungen von dieser Regel gibt es erwartungsgemäß im General Standard (80,0%); doch selbst im SDAX (48,9%) und im MDAX (28,9%) erklären viele Unternehmen, sich lediglich an die 120-Tage-Frist zu halten, die der Prime Standard vorschreibt. Begründet wird dies nur in Einzelfällen – und wenn, dann entweder mit den hohen Kosten oder den Qualitätseinbußen, die eine Fristverkürzung mit sich bringen würde. Eine Variante bietet die Douglas Holding: Aufgrund des Bilanzstichtags 30. September würde bei einer 90-Tage-Frist die Veröffentlichung des Geschäftsberichts „in die Festtagsperiode“ fallen und keine Aufmerksamkeit erlangen. Eine Alternative wäre freilich, den Bericht vor den Weihnachtsfeiertagen zu veröffentlichen.

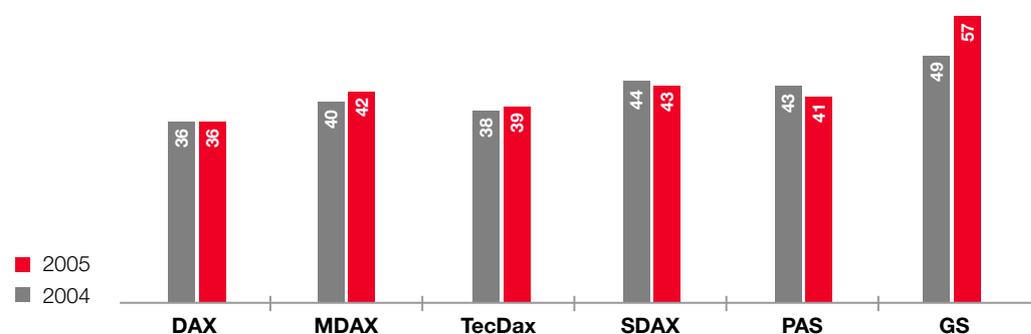
GRAFIK 13: Veröffentlichung des Konzernabschlusses in Tagen nach dem Bilanzstichtag
(Durchschnittswerte je Gruppe)



Quelle: eigene Erhebung

Die Einhaltung der Kodex-Fristen für die Veröffentlichung eines Zwischenberichts ist für die Unternehmen weniger problematisch. 73,4% aller Werte veröffentlichen innerhalb von 45 Tagen. Von den 61 Unternehmen, die diese Frist überschreiten, halten zugleich 78,7% auch die Fristen für den Konzernabschluss nicht ein.

GRAFIK 14: Veröffentlichung Zwischenbericht in Tagen nach dem Bilanzstichtag
(Durchschnittswerte je Gruppe)



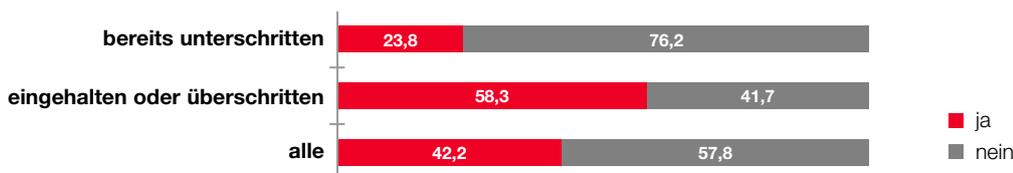
Quelle: eigene Erhebung

Wenig Bewegung gab es hinsichtlich der durchschnittlichen Veröffentlichungsfristen. Hatten wir im Vorjahr noch einen klaren Trend hin zum „faster closing“ ausgemacht, so haben die Unternehmen ihren Konzernabschluss 2004 nur unwesentlich schneller publiziert als im Vorjahr – im SDAX und im General Standard stieg der Durchschnittswert sogar leicht an und liegt über der Kodex-Frist von 90 Tagen. Enorm ist nach wie vor die Bandbreite: 21 Unternehmen benötigen für ihren Konzernabschluss weniger als 60 Tage, während 23 Unternehmen eine Frist von 120 Tagen überschreiten. Am schnellsten war GrenkeLeasing (28 Tage), am langsamsten die Solon AG, deren Aktionäre bis zur 27. Kalenderwoche – also über sechs Monate – auf den Konzernabschluss und das testierte Jahresergebnis warten mussten; der zuvor veröffentlichte Quartalsbericht 2005 musste aufgrund der Jahreszahlen korrigiert werden.

42,2 % der von uns befragten Unternehmen beabsichtigen, ihre Veröffentlichungsfristen für Konzernabschluss und Zwischenberichte in den folgenden Jahren zu verkürzen. Von den Unternehmen, die heute die Kodexfristen nicht unterschreiten, wollen sogar 58,3 % ihre Finanzpublikationen schneller vorlegen.

GRAFIK 15: Beabsichtigen Sie, Ihre Veröffentlichungsfristen in den folgenden Jahren weiter zu verkürzen?

(in %)



3.3 Akzeptanz künftiger Kodex-Empfehlungen

Am 2. Juni 2005 hat die Regierungskommission die von ihr beschlossenen Änderungen des DCGK veröffentlicht. Sie betreffen schwerpunktmäßig den Aufsichtsrat. Ihm soll eine „nach seiner Einschätzung“ ausreichende Anzahl unabhängiger Mitglieder angehören, wobei die Unabhängigkeit so definiert ist, dass keine geschäftliche oder persönliche Beziehung zur Gesellschaft oder deren Vorstand besteht – eine Definition, die bei institutionellen Investoren nicht auf ungeteilte Zustimmung stößt (s. Gastbeitrag von Hans-Christoph Hirt, Seite 63). Der Vorsitzende des Prüfungsausschusses soll zudem fachlich in besonderer Weise geeignet sein. Die neue Kodex-Ziffer 5.4.4 empfiehlt, dass der Wechsel aus dem Vorstand in den Aufsichtsrat nicht die Regel sein und ein solcher Vorschlag der Hauptversammlung besonders begründet werden soll.⁴

Unsere Umfrage bei Unternehmen, Portfoliomanagern und Analysten fand zu einem Zeitpunkt statt, als sich die Erweiterung des DCGK noch in einem Diskussionsstadium befand. Vier wesentliche Überlegungen, die damals im Raum standen (und von denen zwei nun explizit in den Kodex aufgenommen werden), haben wir auf ihre Akzeptanz untersucht. Demnach sind die Unternehmen mehrheitlich (58,1 %) der Meinung, dass der Kodex eine Empfehlung zur Anzahl unabhängiger Aufsichtsratsmitglieder enthalten sollte. Der Vorschlag, den Wechsel des Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat einzuschränken, stößt dagegen vorwiegend auf Ablehnung (63,6 %). Es ist vor diesem Hintergrund zu erwarten, dass die Anzahl der Abweichungen im nächsten Jahr wieder eine steigende Tendenz aufweist. Auf der anderen Seite ist die Empfehlung unter Ziffer

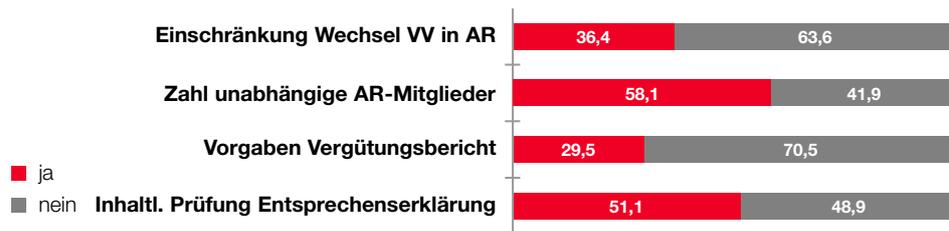
4) Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex: Regierungskommission beschließt Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, Pressemitteilung vom 2.6.2005

5.4.4 relativ weich formuliert. Will ein Unternehmen den Wechsel des Vorstandsvorsitzenden an die Spitze des Aufsichtsrats mit dem Etikett „kodexkonform“ versehen, muss es lediglich erklären, dass dieser heute und künftig keineswegs die Regel ist, man aber angesichts der überragenden Kompetenz / der erfolgreichen Arbeit / der exzellenten Reputation in der Branche der Hauptversammlung dennoch einen solchen Vorschlag unterbreite.

GRAFIK 16: Sollten folgende, von der Regierungskommission diskutierte Aspekte in den DCGK aufgenommen werden?

Aus Sicht der Unternehmen

(in %)



Im Gespräch war ebenfalls, dass der Kodex genauere Vorgaben für den Informationsgehalt des Vergütungsberichts machen sollte. Diese Regelung würde von den Unternehmen mit deutlicher Mehrheit abgelehnt; da das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz noch nicht in endgültiger Fassung vorlag, hat die Kommission auf die Weiterentwicklung des Kanons zur Vorstandsvergütung vorerst verzichtet. Geteilter Meinung waren die Unternehmen hinsichtlich der angedachten Empfehlung, die Prüfung der Entsprechenserklärung durch den Abschlussprüfer von rein formalen auf inhaltliche Kriterien auszuweiten. Bei Fondsmanagern und Analysten stoßen die genannten Erweiterungen hingegen auf breite Zustimmung.

GRAFIK 17: Sollten folgende, von der Regierungskommission diskutierte Aspekte in den DCGK aufgenommen werden?

Aus Sicht des Fondsmanagements

(in %)

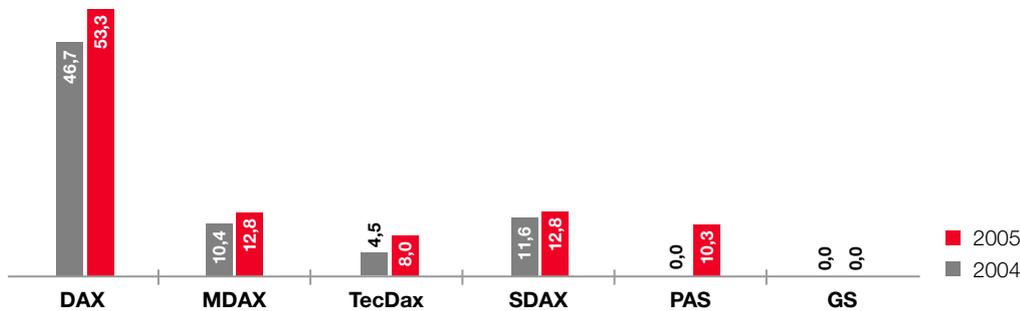


3.4 Umsetzung der Kodex-Anregungen

Ob die deutschen Unternehmen die Kodex-Anregungen befolgen oder ablehnen, lässt sich über eine Auswertung der Entsprechenserklärungen und Corporate Governance Berichte nicht feststellen. Nur in 34 der untersuchten 222 Geschäftsberichte wird das Prinzip „Comply or Explain“ auf sämtliche Anregungen des Kodexes angewendet; weitere zehn Gesellschaften belassen es bei dem knappen Hinweis, die Anregungen würden „weitgehend“ befolgt, nennen aber keine Details. Lediglich im DAX gibt in etwa jede zweite Gesellschaft eine vollständige Erklärung zur Umsetzung der Anregungen ab. In den anderen Segmenten nimmt nur ungefähr jedes zehnte Unternehmen die Einladung an, im Corporate Governance Bericht ausführlich zu den Anregungen Stellung zu neh-

GRAFIK 18: Vollständige Erläuterungen zur Umsetzung der Kodex-Anregungen im Geschäftsbericht

(in %)



men. Bei den Entsprechenserklärungen zeigt sich ein ähnliches Bild. Selbst im DAX, wo gemäß Umfrage des BCCG derzeit 82,2 % der Sollte- oder Kann-Bestimmungen umgesetzt werden, sind nur drei Unternehmen bereit, diesen Sachverhalt in der Erklärung gem. § 161 AktG lückenlos zu erläutern.

Auf eine darüber hinausreichende empirische Analyse zur Umsetzung der Anregungen des DCGK haben wir verzichtet. Zum einen liegen bereits unterschiedliche Untersuchungsansätze vor, wobei uns der Ansatz der Professur für Betriebswirtschaftslehre der Hamburger Universität für Wirtschaft und Politik⁵ – eine Auswertung der Informationsquellen, die einem informierten Investor zugänglich sind – mehr zu überzeugen vermag als die vom BCCG durchgeführte Unternehmensbefragung, deren Ergebnisse schon allein dadurch verzerrt sein können, dass sich an einer Umfrage tendenziell eher solche Unternehmen beteiligen, die sich mit dem Thema Corporate Governance bewusst auseinandersetzen.⁶ Der Erkenntnisfortschritt wäre also gering. Zum anderen kann die Akzeptanz der Kodex-Anregungen im Small Cap Segment, insbesondere im General Standard, nur äußerst schwierig überprüft werden. Erstens ist in diesem Segment nur selten eine zufrieden stellende Rücklaufquote zu erzielen, und zweitens ist eine Überprüfung anhand frei zugänglicher Informationsquellen nur dann sinnvoll, wenn kommunikative Mindeststandards eingehalten werden, also etwa die Unterlagen zur Hauptversammlung oder die Unternehmenssatzung im Internet verfügbar gemacht werden. Letzteres ist im General Standard nur bei sieben von 40 Unternehmen der Fall.

3.5 Kodex versus gesetzliche Regelung

Anhand mehrerer Beispiele haben wir gezeigt, dass eine höhere Zustimmungquote nicht notwendigerweise ein Beleg dafür ist, dass das Prinzip der Freiwilligkeit funktioniert und die Unternehmen dem Kodex mit Feuereifer folgen. Mal wird die Compliance durch die Medien eingefordert, ein anderes mal steigt die Akzeptanz nur, weil eine gesetzliche Regelung den Kodex teilweise substituiert (IAS-Verordnung) oder dies zumindest angedroht ist – und schließlich gibt es noch Empfehlungen, die scheinbar eine hohe Zustimmung erfahren, in der Praxis aber vielfach nicht vollständig oder überhaupt nicht umgesetzt werden.

5) vgl. Bassen, Alexander und Roland Rott: Bewertung der Corporate Governance-Qualität deutscher börsennotierter Unternehmen auf Basis der externen Kodex-Akzeptanz und der konkreten Erfahrungen von Kapitalmarktteilnehmern, 18.11.2004

6) vgl. Werder, Axel v.: Ausführungen anlässlich der Pressekonferenz der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 11.3.2005

An der Frage, was aus alldem folgt für die künftige Bedeutung des Kodexes, scheiden sich die Geister. Wenn bei neuralgischen Punkten die gesetzliche Keule geschwungen werden muss, um eine höhere Akzeptanz zu erreichen, so reduziert sich das Prinzip der Freiwilligkeit auf jene Empfehlungen, die den Unternehmen vergleichsweise wenig abverlangen und die zumindest im Prime Standard einen allgemein akzeptierten Standard darstellen, für dessen Etablierung es des Kodexes gar nicht bedurfte. Aus dieser Überlegung könnte mehr oder weniger geschlussfolgert werden, dass der DCGK irrelevant ist.

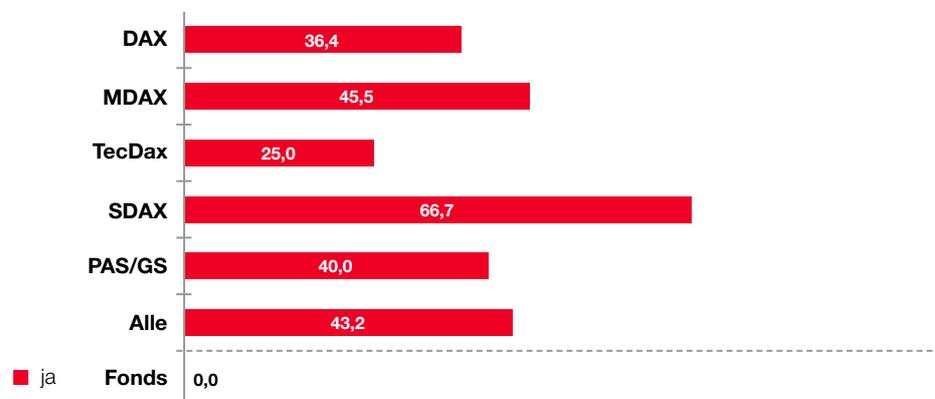
Auf der anderen Seite hat der Kodex die Etablierung von Corporate Governance Standards ohne Zweifel beflügelt und über das Prinzip „Comply or Explain“ eine Vergleichbarkeit hergestellt, die es vorher nicht gab. Daraus folgt unmittelbar, dass Unternehmen mit überdurchschnittlich hoher Compliance gegenüber dem Kapitalmarkt hohe Corporate Governance Standards signalisieren und damit die Chance haben, sich von ihrem Umfeld zu differenzieren und Investoren-Entscheidungen zu beeinflussen. Das ist aber gerade bei neuralgischen Empfehlungen möglich, deren Umsetzung keine Selbstverständlichkeit darstellt. Wenn hier der Gesetzgeber de facto eine Mindestakzeptanz vorgibt und im Falle des Nichterreichens eine Gesetzesinitiative startet, so beraubt er die Unternehmen dieser Differenzierungsmöglichkeit. Aus dieser Überlegung würde folgen, dass wo immer möglich von einer gesetzlichen Regelung abgesehen werden sollte.

Die Unternehmen und die Vertreter der Financial Community sind bei den Fragen nach der Relevanz des Kodexes und dessen (teilweiser) Substitution durch eine gesetzliche Regelung durchaus unterschiedlicher Ansicht.

Festzuhalten ist erstens, dass eine ausnahmslose oder nahezu ausnahmslose Umsetzung des DCGK nur von 43,2% der Unternehmen (und keinem der befragten Investoren bzw. Analysten) mit hohen Standards in Unternehmensführung und -kontrolle gleichgesetzt wird. Besonders niedrig ist die Zustimmung im DAX sowie im TecDAX. Dies kontrastiert ein wenig mit dem in der Präambel festgeschriebenen Anspruch des DCGK, „international und national anerkannte Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung“ zu enthalten. Das Antwortverhalten leuchtet dennoch ein, da die Standards zumeist weniger an der Entsprechung selbst als vielmehr an der konkreten Umsetzung festzumachen sind.

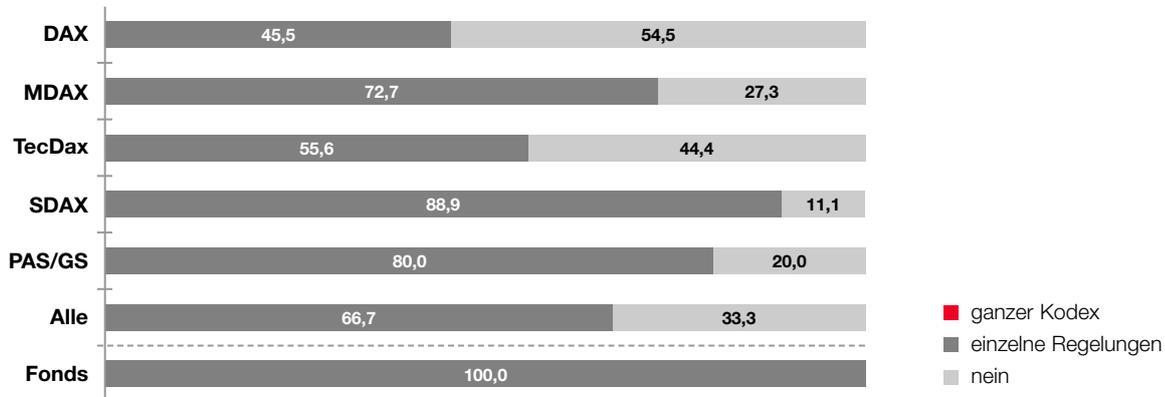
GRAFIK 19: Lässt sich eine (nahezu) ausnahmslose Umsetzung des DCGK mit hohen Standards in Unternehmensführung und -kontrolle gleichsetzen?

(in %)



GRAFIK 20: Erwarten Sie die Ersetzung weiterer Kodex-Empfehlungen – oder des gesamten DCGK – durch eine gesetzliche Regelung?

(in %)

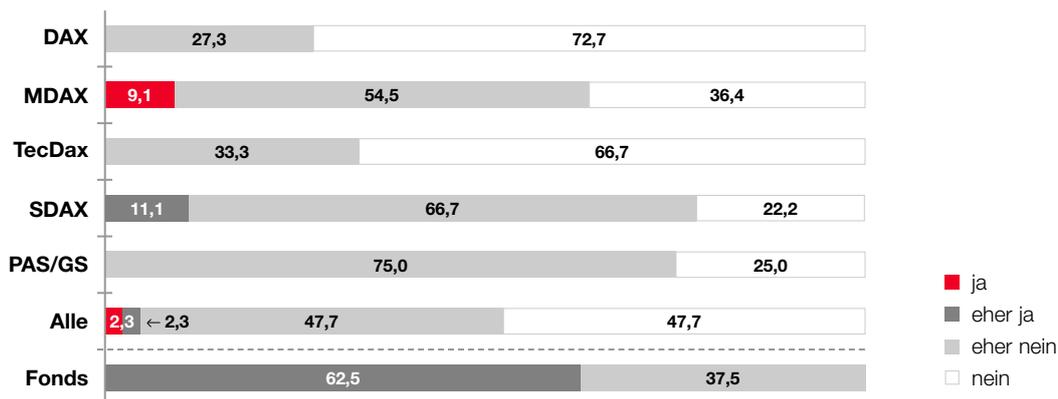


Zweitens erwarten 66,7% aller befragten Unternehmen, dass nach einer gesetzlich vorgeschriebenen Offenlegung der Vorstandsvergütung weitere Empfehlungen des DCGK durch eine gesetzliche Regelung ersetzt werden. Lediglich im DAX findet sich dafür keine Mehrheit. Keines der befragten Unternehmen rechnet damit, dass der gesamte Kodex einer weitreichenden gesetzlichen Regelung zum Opfer fallen wird.

Drittens würden über 90% der Unternehmen eine gesetzliche Regelung neuralgischer Kodex-Empfehlungen ablehnen, während die Fondsmanager und Analysten diesbezüglich anderer Meinung sind.

GRAFIK 21: Würden Sie eine weitgehende gesetzliche Regelung von Empfehlungen mit geringer Akzeptanz begrüßen?

(in %)

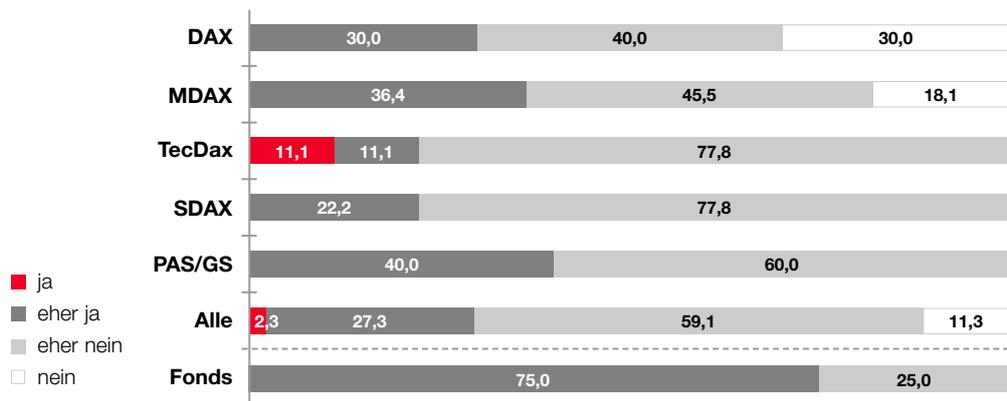


Interessant ist viertens, dass deutlich mehr Unternehmen – immerhin rund 30% – sich vorstellen könnten, die Zulassungsfolgepflichten des Prime Standard in Anlehnung an den DCGK anzupassen und zu ergänzen; eine Idee, die bei Investoren und Analysten auf deutlich größere Zustimmung stößt. Hintergrund ist, dass einzelne Empfehlungen des Kodexes zur Transparenz und Rechnungslegung über die Anforderungen des Prime

Standard hinausgehen, der insofern das Etikett „Prime“ nicht mehr uneingeschränkt verdient. Würde die Zulassung zum Prime Standard – und damit die Chance, in einen Auswahlindex aufgenommen zu werden – an die Erfüllung zentraler DCGK-Anforderungen geknüpft (unter Umständen mit einer kurzen Übergangsfrist), so gäbe es für die Unternehmen (vielleicht mit Ausnahme von Porsche) einen wesentlich stärkeren Anreiz als heute, diese Anforderungen zu erfüllen, ohne dass es dafür einer gesetzlichen Regelung bedürfte.

GRAFIK 22: Würden Sie eine Anpassung und Ergänzung der Prime Standard Zulassungsfolgebpflichten in Anlehnung an den DCGK begrüßen?

(in %)



4 Kommunikative Aufbereitung des Themas Corporate Governance

4.1 Bedeutung der Corporate Governance Kommunikation für Unternehmen und Investoren

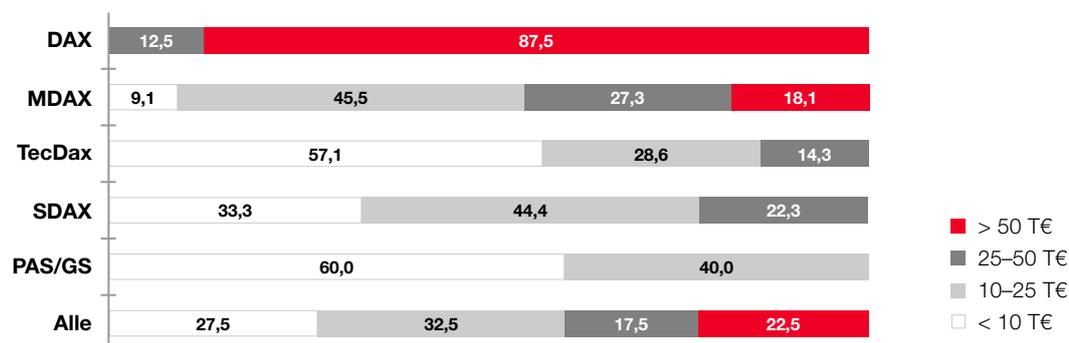
Ob der Kodex, wie die Regierungskommission es sieht, insgesamt „auf Erfolgskurs“⁷ ist, lässt sich nicht nur anhand der Compliance, sondern auch der Qualität der kommunikativen Aufbereitung des Themas überprüfen. Nach Auswertung der Entsprechenserklärungen, Geschäftsberichte und Internet-Auftritte kommen wir zu einem ernüchternden Ergebnis: Die Auskunftsbereitschaft vieler, vor allem kleinerer Börsenwerte hält sich in den engen Grenzen des Vorjahres. Natürlich gibt es wieder eine Reihe von Unternehmen, die ihren Aktionären eine Fülle von Informationen bieten und die damit aus dem Durchschnitt herausragen. Eine „Best Practice“ hat sich also längst herauskristallisiert – nur gibt es nach wie vor zu wenig Unternehmen, die sich daran orientieren oder zumindest einzelne Elemente übernehmen.

4.1.1 „Hohe Kosten“ durch Corporate Governance?

Woran liegt das? Mitunter hört man die Ansicht, dass eine weiterreichende Umsetzung von Corporate Governance einschließlich einer transparenteren Kommunikation vor allem für Nebenwerte mit einem viel zu hohen Aufwand verbunden wäre. Die „hohen Kosten“ sind es ja auch, die als Begründung herhalten müssen, wenn eine Empfehlung nicht umgesetzt oder der Kodex zur Gänze abgelehnt wird. Von den Unternehmen wollten wir wissen, welche Kosten jährlich durch die Umsetzung und Weiterentwicklung von Corporate Governance Standards entstehen. Das Ergebnis: In 60 % der Unternehmen fallen jährliche Kosten von weniger als 25.000 Euro an. Lediglich im DAX liegt die Mehrzahl der Unternehmen bei über 50.000 Euro, wobei berücksichtigt werden muss, dass hier häufig die Compliance mit anderen Corporate Governance Vorschriften, insbesondere dem Sarbanes-Oxley-Act, eine Rolle spielt.

GRAFIK 23: Welche Kosten entstehen Ihnen jährlich durch die Umsetzung und Weiterentwicklung von Corporate Governance Standards?

(in %)

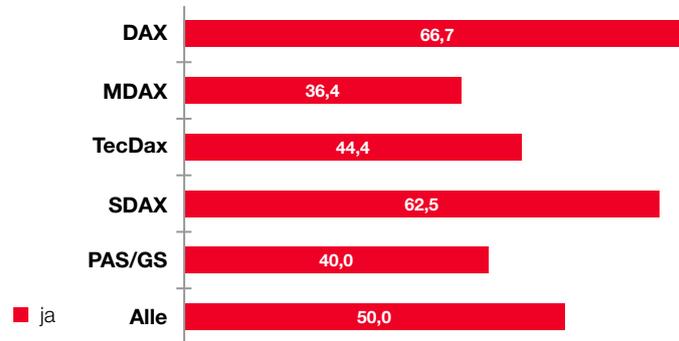


Zwar erwarten 50 % der Unternehmen einen Anstieg der durch Corporate Governance induzierten Ausgaben in den folgenden Jahren, doch ist der Eindruck wohl nicht falsch, dass die durch den DCGK verursachten Kosten häufig überschätzt werden. Es leuchtet schließlich unmittelbar ein, dass transparente Corporate Governance Berichte,

7) Cromme, Gerhard: Ausführungen anlässlich der Pressekonferenz der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 11.5.2005, S. 3

GRAFIK 24: Erwarten Sie, dass sich die durch Corporate Governance induzierten Ausgaben in den Folgejahren erhöhen?

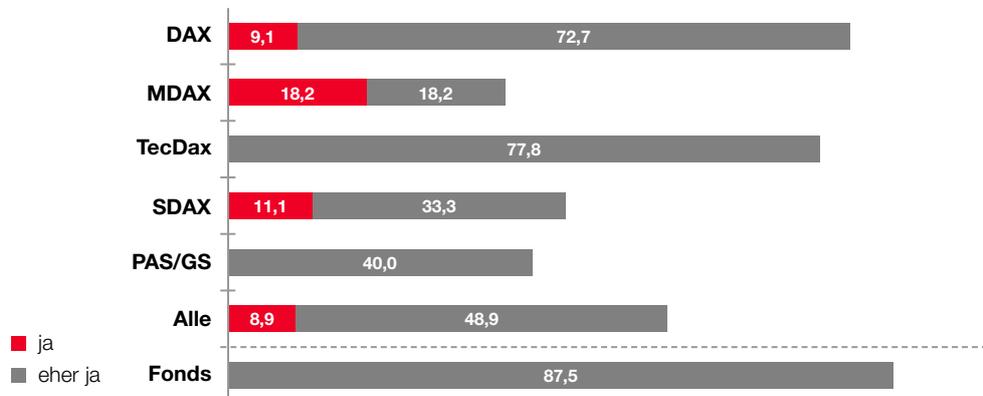
(in %)



Vergütungsberichte oder detaillierte Informationen im Internet weniger eine Frage der Kosten sind als vielmehr der Bereitschaft, Informationen offenzulegen. Aus der Corporate Governance Kommunikation lässt sich daher nach unserer Überzeugung die Grundeinstellung des Managements zur Thematik mitunter besser ablesen als aus der Anzahl der Abweichungen. Das sehen auch die meisten der befragten Unternehmen so. Auf die Frage, ob sich aus der Qualität der Kommunikation Rückschlüsse auf die Corporate Governance Standards eines Unternehmens ziehen lassen, antworten 57,8 % mit „ja“ oder „eher ja“.

GRAFIK 25: Lassen sich aus der Qualität der Kommunikation Rückschlüsse auf die Corporate Governance Standards eines Unternehmens ziehen?

(in %)

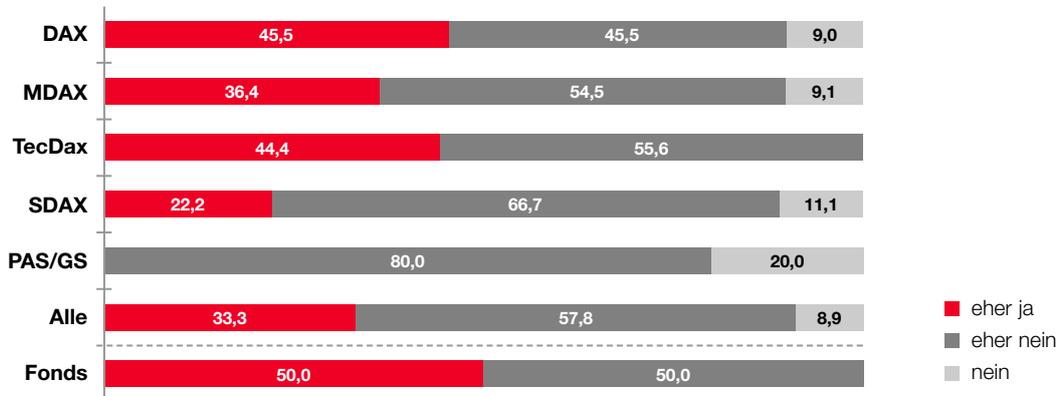


4.1.2 Desinteresse der Anleger?

Eine weitere Begründung für Nachlässigkeiten in der Corporate Governance Kommunikation könnte sein, dass Anleger die Informationen nicht einfordern und insofern zu wenig Druck auf Unternehmen ausüben, mehr Transparenz an den Tag zu legen. Mögliche Ursachen dafür: Entweder wird die Bedeutung von Corporate Governance für Investoren generell überschätzt, oder die Investoren benötigen schlicht mehr Zeit, um sich nach der weit verbreiteten „Closed-Shop“-Praxis deutscher Unternehmen (Kontrolle durch wenige, in der Regel nicht unabhängige Aufsichtsräte aufgrund weitreichender Verflechtung der Deutschland AG) mit einer aktiveren Rolle anzufreunden. Interessanterweise gibt nur jedes dritte der befragten Unternehmen an, dass sich im Zusammenhang mit der Einführung des DCGK und dessen Umsetzung der Einfluss der Investoren auf Unternehmensentscheidungen vergrößert habe.

GRAFIK 26: Hat sich im Zusammenhang mit dem DCGK der Einfluss von Investoren auf Unternehmensentscheidungen vergrößert?

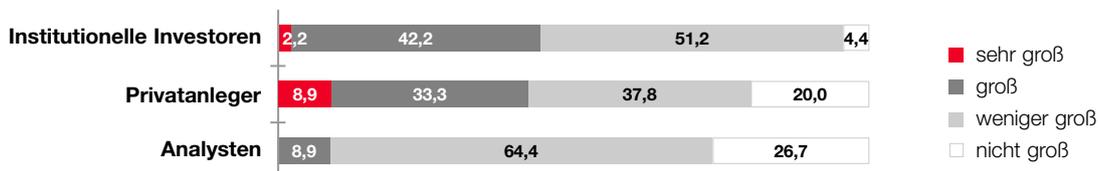
(in %)



Nun könnte man mutmaßen, dass die Problematik inhaltsarmer Corporate Governance- oder Vergütungsberichte vorwiegend die Privatanleger betrifft, da institutionelle Investoren noch über ganz andere Informationsmöglichkeiten (insbesondere Einzelgespräche mit dem Vorstand) verfügen und darüber hinaus ihre eigenen, über den Kodex hinausreichenden Kriterien anlegen. Bemerkenswert ist jedoch, dass die Unternehmen dies in ihrer Investor Relations Praxis offensichtlich anders erfahren. Erstens registrieren sie seitens der institutionellen Investoren kein größeres Interesse als bei den Privatanlegern.

GRAFIK 27: Wie schätzen Sie das Interesse von Kapitalmarktteilnehmern am Thema Corporate Governance ein?

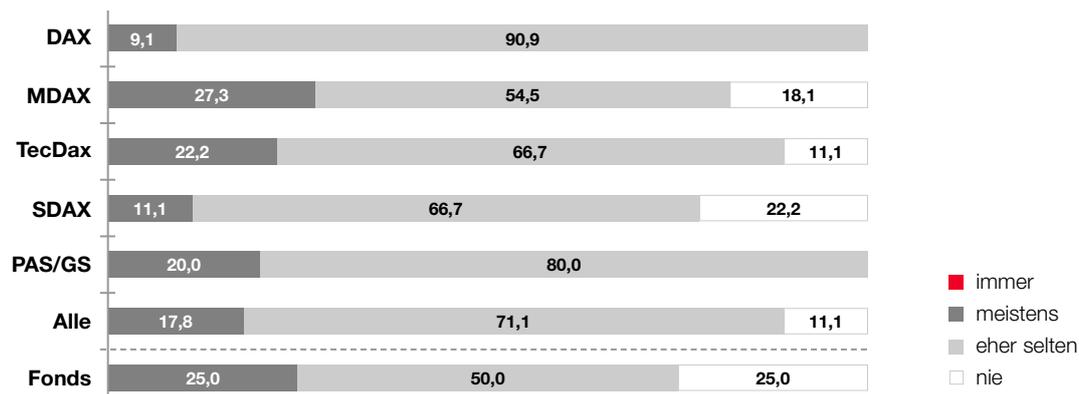
(in %)



Zweitens wird Corporate Governance in Gesprächen mit Investoren „eher selten“ (71,1%) oder „nie“ (11,1%) thematisiert.

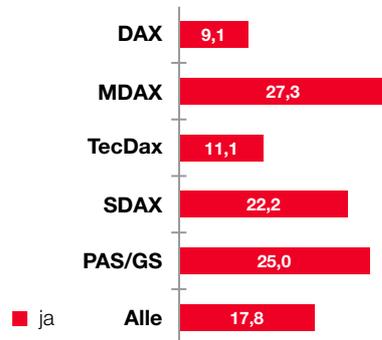
GRAFIK 28: Wird Corporate Governance in Gesprächen mit Investoren thematisiert?

(in %)



GRAFIK 29: Das Thema Corporate Governance wird aktiv angesprochen und/oder ist Bestandteil der Unternehmenspräsentation

(in %)

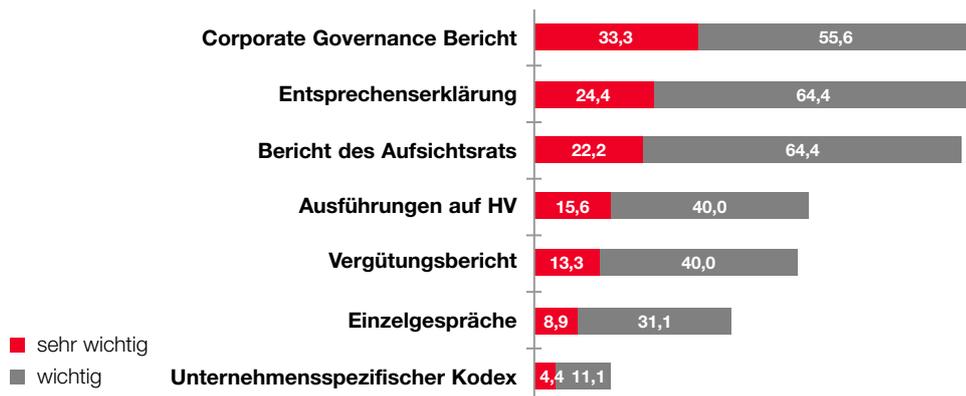


Nicht einmal jedes fünfte Unternehmen spricht Corporate Governance aktiv an oder baut das Thema in die Unternehmenspräsentation ein.

Auch die Einschätzung der Unternehmen zur Relevanz der einzelnen Kommunikationsinstrumente spricht eine deutliche Sprache: Die für Privatanleger und institutionelle Investoren gleichermaßen zugänglichen Informationsquellen sind demnach von besonders großer Bedeutung, während Einzelgespräche nur von 40 % als „wichtig“ oder „sehr wichtig“ eingestuft werden. Die Veröffentlichung unternehmensspezifischer Corporate Governance Grundsätze, vor zwei Jahren noch das Nonplusultra der Corporate Governance Kommunikation, spielt zu Recht nur noch eine untergeordnete Rolle, da diese sich in ihrem Wortlaut ohnehin weitgehend an den DCGK anlehnen.

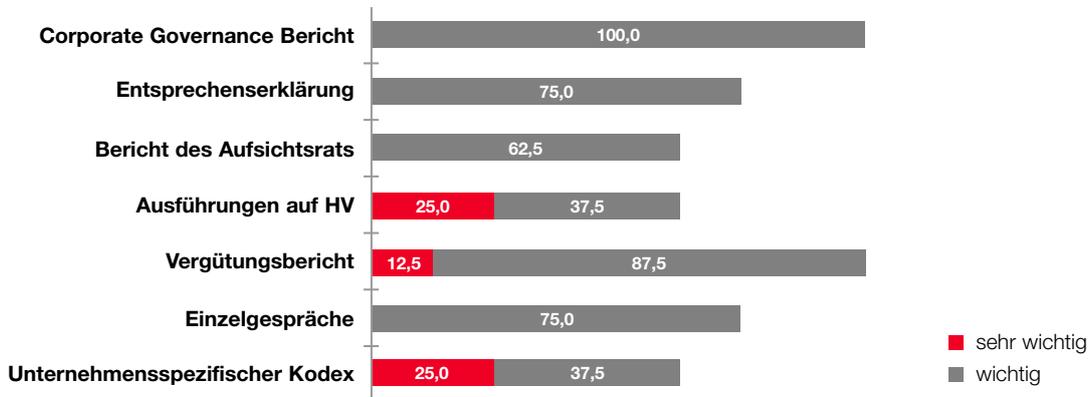
GRAFIK 30: Bedeutung von Kommunikationsinstrumenten für die Corporate Governance Kommunikation aus Sicht der Unternehmen

(in %)



GRAFIK 31: Bedeutung von Kommunikationsinstrumenten für die Corporate Governance Kommunikation aus Sicht des Fondsmanagements

(in %)



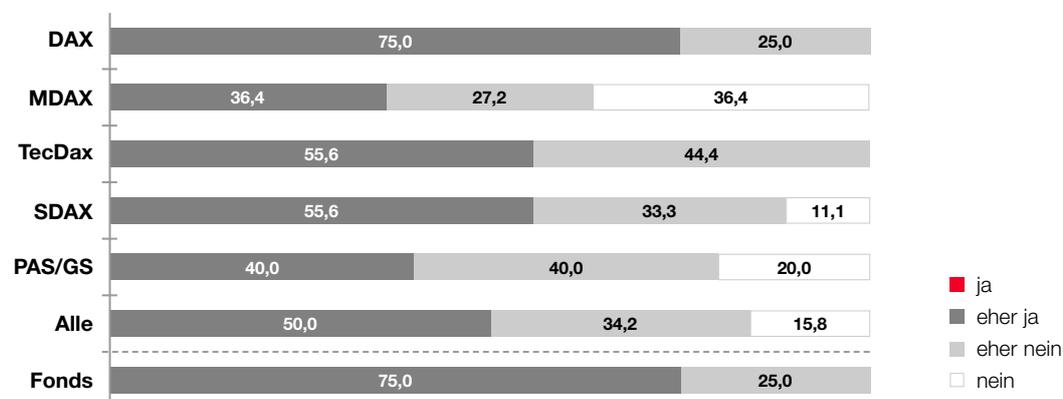
Bemerkenswert ist, dass auch die Fondsmanager und Analysten dem gedruckten Corporate Governance Bericht oder dem Vergütungsbericht eine höhere Relevanz beimessen als einem One-on-One. Ebenfalls ins Auge fällt die große Bedeutung des Aufsichtsratsberichts, vor allem aus Sicht der Unternehmen. Dieser Bericht, der sich in der Praxis deutscher Geschäftsberichte nach wie vor durch eine weitgehend formalistische Sprache und die wortgleiche Wiederholung von Passagen aus den Vorjahren auszeichnet, wird gemäß einer Studie des DAI lediglich von 22 % der Privatanleger und 23 % der institutionellen Investoren intensiv genutzt.⁸

4.1.3 Fehlende rechtliche Sanktionsmöglichkeiten?

Wenn die Investoren ihre Rolle als aktiver „shareowner“ (s. Seite 66) noch nicht hinreichend ausfüllen und den mitunter sorglosen Umgang vor allem kleinerer Unternehmen mit Corporate Governance Kommunikationspflichten nicht monieren, stellt sich die Frage, ob nicht der Gesetzgeber ersatzweise für Sanktionen sorgen müsse, insbesondere beim Verstoß gegen § 161 AktG. Ein solcher Verstoß könnte vorliegen, wenn von der Selbstverpflichtung der Entsprechenserklärung stillschweigend abgewichen wird – etwa dann, wenn ein Unternehmen sich der ausnahmslosen Umsetzung des DCGK rühmt, dann aber „vergisst“, das Vergütungssystem zu erläutern.

GRAFIK 32: Erwarten Sie, dass schärfere rechtliche Sanktionen die Akzeptanz des Kodexes voranbringen würden?

(in %)



8) Ernst, Edgar, Joachim Gassen und Bernhard Pellens: Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 29, Frankfurt am Main, Januar 2005

Bisher haben solche Verstöße nicht zu Sanktionen, etwa in Form von Bußgeldern, geführt, weil das bei einem als „Soft Law“ einzustufenden freiwilligen Kodex generell als schwierig oder gar nicht durchführbar erscheint.

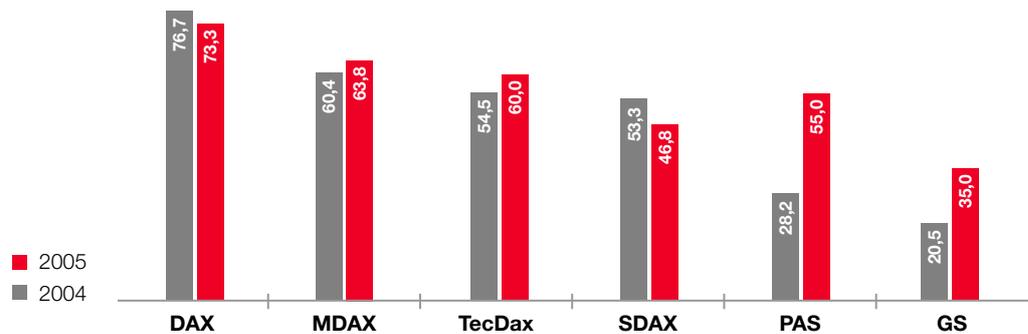
Die Hälfte der Unternehmen ist der Ansicht, dass schärfere rechtliche Sanktionen die Akzeptanz des Kodexes voranbringen würden. Im DAX liegt die Zustimmungquote sogar bei 75 %.

4.2 Begründung von Abweichungen

Die große Bedeutung der Entsprechenserklärung – „wichtig“ oder „sehr wichtig“ für rund 90 % der Unternehmen – kommt in der kommunikativen Wirklichkeit nicht unbedingt zum Ausdruck. Ähnlich wie bei der Compliance gilt: Die Akzeptanz des DCGK kommt voran, das aber in kleinen Schritten.

GRAFIK 33: Erläuterung aller Abweichungen in der Entsprechenserklärung

(in %)



Nach 44,8 % im Vorjahr erläutern nunmehr 54,6 % der Unternehmen sämtliche Abweichungen in der Entsprechenserklärung; weitere 17,5 % (Vorjahr 22,0 %) bieten zumindest für einen Teil der Ausnahmen eine Begründung an. Die Aufwärtsbewegung ist ausschließlich den kleineren Werten zu verdanken, von denen etwa doppelt so viele wie im Vorjahr das Prinzip „Comply or Explain“ ernst nehmen. Das Ergebnis kann dennoch nicht zufrieden stellen, da immerhin fast jedes zweite Unternehmen in der Entsprechenserklärung zwar die Abweichungen aufführt, aber keine Begründung dafür anbietet. In DAX und SDAX hat sich die Quote gegenüber dem Vorjahr verschlechtert. Im DAX liegt das daran, dass die Unternehmen häufig nur eine Abweichung – in Form der individualisierten Offenlegung der Vorstandsvergütung – vom Kodex aufweisen und offensichtlich der Meinung sind, dass zu diesem seit langer Zeit diskutierten Thema keine Begründung mehr erforderlich ist.

Nun könnte man ins Feld führen, dass die Entsprechenserklärung gar nicht der richtige Ort ist, um Abweichungen von den Empfehlungen zu erläutern. Schließlich fordert der Kodex unter Ziffer 3.10, dass Vorstand und Aufsichtsrat die Abweichungen im jährlichen Corporate Governance Bericht erläutern sollen. Tatsächlich gehen 64,1 % jener Unternehmen, die in der Entsprechenserklärung keine Erläuterung anbieten, im Geschäftsbericht auf ihre Beweggründe für die Abweichungen von den Empfehlungen des Kodexes ein. Insgesamt 22 Unternehmen, also rund 10 %, erläutern weder hier noch dort, obwohl nur fünf von ihnen Ziffer 3.10 des DCGK ablehnen, also sich eigentlich verpflichtet haben, Begründungen zu veröffentlichen.

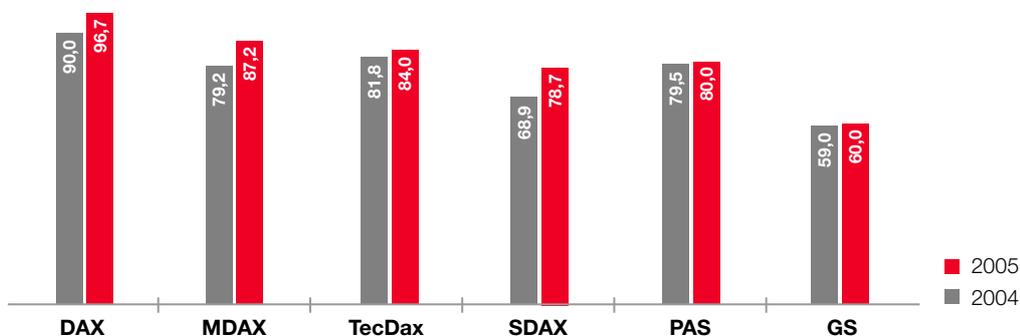
Zur häufig fehlenden Erläuterung der Umsetzung von Kodex-Anregungen verweisen wir auf Seite 26.

4.3 Sorgfalt in der Corporate Governance Kommunikation

In der Vorjahresstudie haben wir auf den stellenweise sorglosen, teils fahrlässigen Umgang mit den aus § 161 AktG erwachsenden Publizitätspflichten hingewiesen. Das Bild hat sich im Rahmen der diesjährigen Auswertung leicht gebessert. Die meisten Unternehmen geben eine formal und inhaltlich einwandfreie Entsprechenserklärung ab. Der Gesamteindruck wird durch vermeidbare Schnitzer und Unzulänglichkeiten bei solchen Gesellschaften getrübt, die schon im Vorjahr im negativen Sinne aufgefallen waren.

GRAFIK 34: Bezug der Entsprechenserklärung auch auf die zurückliegende Periode

(in %)



Immerhin 84,3 % der Entsprechenserklärungen (Vorjahr 81,2 %) beziehen sich diesmal eindeutig auf die aktuell gültige Kodexfassung; im General Standard liegt der Wert jedoch nur bei 62,5 %. Nach 88,8 % im Vorjahr sind diesmal 95,1 % der Entsprechenserklärungen datiert. 91,0 % (Vorjahr 85,7 %) nennen die Abweichungen unter Verwendung der korrekten Kodex-Ziffern. Und 82,5 % der Erklärungen nach lediglich 71,7 % im Vorjahr beziehen sich, wie es § 161 AktG verlangt, sowohl auf die zurückliegende als auch die künftige Berichtsperiode. Das bedeutet aber im Umkehrschluss, dass 45 Unternehmen immer noch nicht nachvollzogen haben, dass jährlich erklärt werden muss, ob „entsprochen wurde und wird oder welche Empfehlungen nicht angewendet wurden oder werden.“

Die Sorgfaltspflicht der Unternehmen bezieht sich freilich nicht nur auf die Entsprechenserklärungen selbst, sondern auch auf Geschäftsbericht und Internetauftritt. Erstaunlich ist, dass einige Unternehmen selbst gegen solche Selbstverpflichtungen verstoßen, deren Einhaltung durch einen Aktionär unmittelbar zu überprüfen sind. So weisen wenige Gesellschaften die Bezüge ihrer Vorstände nicht individualisiert aus, obwohl in der Entsprechenserklärung keine diesbezügliche Ausnahme zu finden ist.

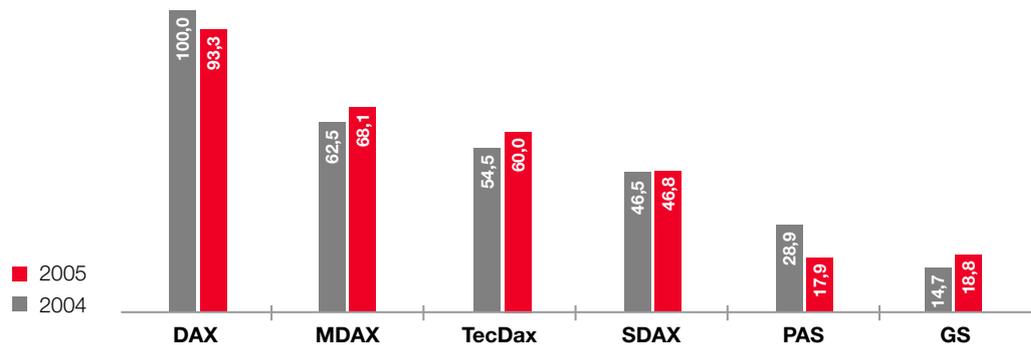
4.4 Corporate Governance Bericht

Die Umsetzung der Kodex-Empfehlung 3.10, nach der „Vorstand und Aufsichtsrat (...) jährlich im Geschäftsbericht über die Corporate Governance des Unternehmens berichten“ sollen, wird weiterhin höchst unterschiedlich gehandhabt. Hier finden sich umfangreiche, vom Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzenden unterzeichnete Berichte, dort wird eine Passage im Konzernlagebericht eingefügt, wieder andere erledigen das Thema kurz und knapp im Anhang oder fügen einige Absätze in das Kapitel „Aktie“ ein (ganz so, als

sei Corporate Governance lediglich ein Nebenaspekt der Investor Relations). Weiterhin gilt die Faustregel: je größer das Unternehmen, desto ausführlicher die Ausführungen. Während die DAX-Unternehmen den Lesern fast ausnahmslos umfangreiche Corporate Governance Berichte zur Verfügung stellen, ist dazu nicht einmal jedes zweite SDAX-Unternehmen bereit. Unterhalb der Indices berichtet weniger als jedes fünfte Unternehmen ausführlich über Corporate Governance; hier findet der Aktionär oder Interessent in aller Regel nur die aktuelle Entsprechenserklärung, manchmal nicht einmal das.

GRAFIK 35: Umfassender Corporate Governance Bericht im Geschäftsbericht

(in %)



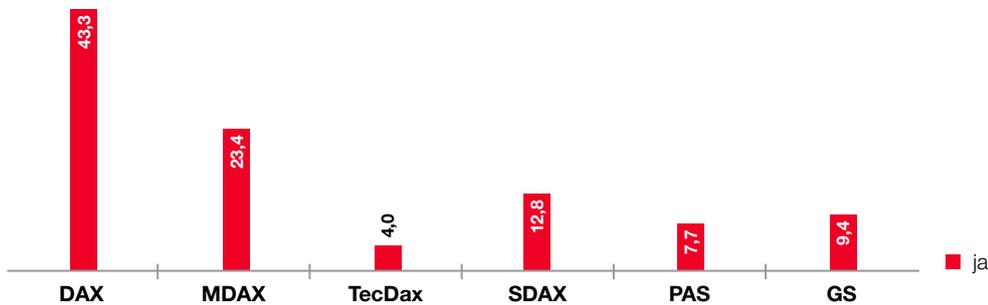
Die redaktionelle Klarstellung der Regierungskommission, die Darstellung habe über einen so deklarierten Corporate Governance Bericht zu erfolgen⁹⁾, wird ab der nächsten Berichtssaison voraussichtlich zu einer Vereinheitlichung führen. Ob damit auch die Qualität und insbesondere die Aktualität der Darstellung zunimmt, erscheint jedoch fraglich. Nur die Hälfte der Unternehmen, die dem Thema Corporate Governance ein eigenständiges Kapitel widmen, gehen auf die Maßnahmen und Entwicklungen im Berichtsjahr ein. Die andere Hälfte stellt in dem jährlichen Bericht lediglich das jeweilige Corporate Governance System dar – mit der Folge, dass sich der Bericht vom Vorjahr nur minimal unterscheidet. Nach der weitestgehenden „Copy and Paste“ Praxis bei den Aufsichtsratsberichten droht dem Corporate Governance Bericht ein ähnliches Schicksal.

Durchaus als mangelhaft darf man in vielen Corporate Governance Berichten sowie dem Aufsichtsratsbericht die Erläuterungen zu der vom Kodex empfohlenen „regelmäßigen“ Effizienzprüfung des Aufsichtsrats bezeichnen. Abgesehen von den vier Kodex-Totalverweigerern weichen nur zwei weitere Unternehmen von dieser Empfehlung ab, was alles in allem einer Zustimmungsquote von 97,4 % entspricht. In den zurückliegenden zwei Jahren haben jedoch nur rund 10 % der Unternehmen unterhalb von DAX und MDAX ernst zu nehmende Informationen über die Effizienzprüfung des Aufsichtsrats herausgegeben. Darunter verstehen wir, dass auf die Methodik der Prüfung (zum Beispiel Fragebogen), die Prüfungsschwerpunkte und die Prüfungsergebnisse samt der ergriffenen Maßnahmen – oder zumindest auf einen der drei Aspekte – eingegangen wird. Leider beließen es die weitaus meisten Unternehmen bei der lapidaren Bemerkung, der Aufsichtsrat habe eine Effizienzprüfung durchgeführt, oder erwähnten den Sachverhalt überhaupt nicht – woraus auch geschlossen werden kann, dass in diesen Unternehmen seit Einführung des Kodexes eine Selbstevaluation der AR-Tätigkeit nicht stattgefunden hat. Im strengen Sinne ist das kodexkonform, da die Zeitspanne für „regelmäßig“ nicht definiert ist. In der Realität hat sich jedoch längst eine zweijährige Spanne für die Effizienzprüfung des Aufsichtsrats etabliert.

9) Cromme, Gerhard: Corporate Governance in Deutschland – nach drei Jahren Kodex-Erfahrung, Vortrag anlässlich der 4. Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex, 24.6.2005, S. 11

GRAFIK 36: Erläuterungen zur Effizienzprüfung des Aufsichtsrats in den Geschäftsberichten 2003 und 2004

(in %)

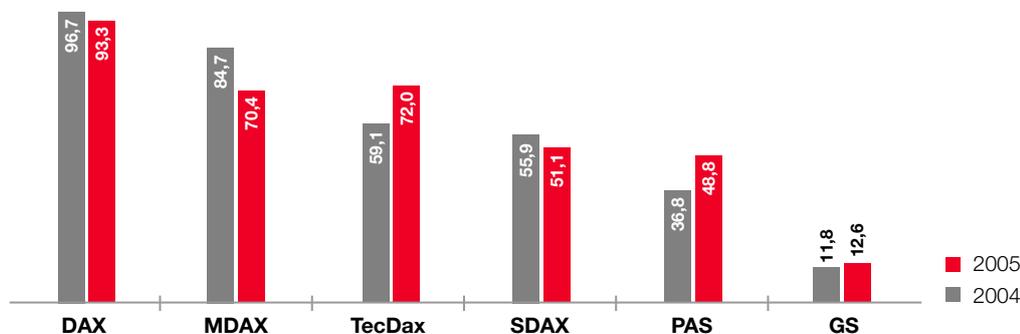


4.5 Vergütungsbericht

Die Grundzüge des Vergütungssystems sollen so dargestellt werden, dass der Anleger sich ein Bild davon machen kann, ob Leistung und Vergütung des Gesamtgremiums – und bei individualisiertem Ausweis auch des einzelnen Vorstandsmitglieds – in einem angemessenen Verhältnis stehen. So entspricht es zumindest der Intention der Regierungskommission. Was demgegenüber in vielen Geschäftsberichten an Information geboten wird, ist eher dazu angetan, die Aktionäre weiter im Dunkeln zu lassen.

GRAFIK 37: Erläuterung der Grundzüge des Vergütungssystems im Geschäftsbericht

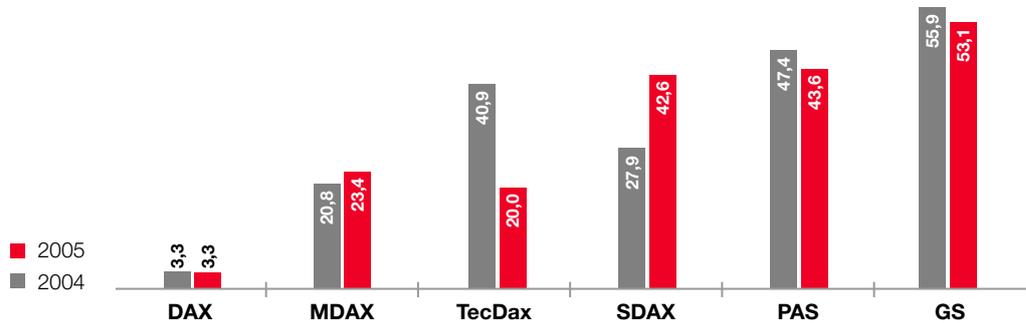
(in %)



Zum einen bieten 45,5 % (Vorjahr 46,0 %) der Geschäftsberichte nicht einmal rudimentäre Informationen zur Vergütungssystematik an; im General Standard beläuft sich dieser Wert auf 90 %. Mitgezählt wurden hier alle Unternehmen, die über die rein zahlenmäßige Darstellung der Vorstandsbezüge hinaus keine Ausführungen machen oder die allenfalls erklären, dass die Vergütung aus einem fixen und einem variablen Anteil bestehe. Auch wenn zur variablen Komponente bloß erklärt wird, diese hänge vom Unternehmenserfolg oder der persönlichen Leistung eines Vorstandsmitglieds ab, liegt nach unseren Kriterien keine Darstellung der Grundzüge des Vergütungssystems vor, da keinerlei Informationen bereitgestellt werden, die eine Beurteilung der Angemessenheit der gewährten Bezüge ermöglichen würden – obwohl in einem formaljuristischen Sinne möglicherweise den Anforderungen des Kodexes Genüge getan wurde. In 74 Fällen – also bei 34,4 % der Unternehmen – wurden die Grundzüge des Vergütungssystems nicht beschrieben, obwohl die Entsprechenserklärung dies verlangt.

GRAFIK 38: Fehlender Vergütungsbericht im Geschäftsbericht trotz anders lautender Entsprechenserklärung

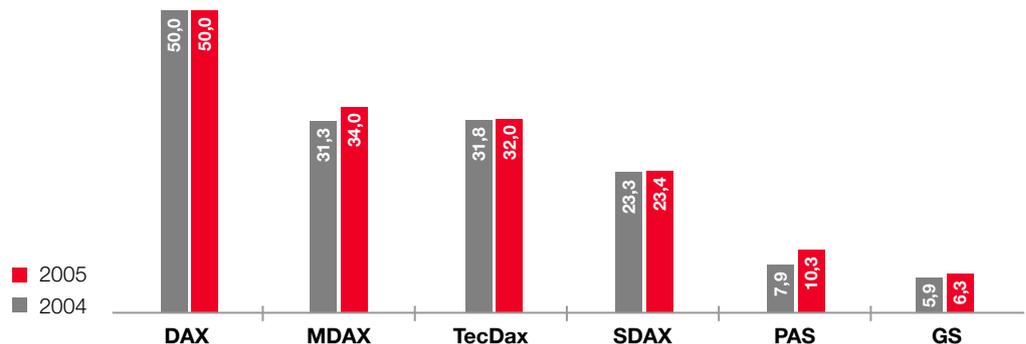
(in %)



29,3 % der Geschäftsberichte enthalten einen unvollständigen Vergütungsbericht, in dem nicht alle Vergütungskomponenten erläutert werden und der insoweit nur eine eingeschränkte Beurteilung der Angemessenheit zulässt. Nach dieser Definition sind selbst 13 von 30 Vergütungsberichten im DAX unvollständig; zumeist liegt das an der sehr knappen Erläuterung der Tantieme, während die Aktienoptionsprogramme en detail dargestellt sind. Ein Beispiel ist die Deutsche Börse AG, die im Corporate Governance Bericht erklärt, Richtschnur für die angemessene Vergütung eines Vorstandsmitglieds sei „seine individuelle Leistung ebenso wie die Leistung des Vorstands insgesamt sowie Unternehmenserfolg, wirtschaftliche Lage und Perspektiven der Deutsche Börse AG“. Eine Beurteilung des Vergütungssystems ist offenkundig nicht möglich, da die Deutsche Börse nicht mitteilt, welche dieser Bemessungsmaßstäbe zu welchem Anteil in wessen Vergütung einfließen. Zwar verweist der Bericht auf eine „detaillierte Darstellung“ des Vergütungssystems im Anhang, doch dort findet sich nur eine Tabelle mit den Jahresbezügen samt einer knappen Legende, aus der die Grundzüge des Vergütungssystems – insbesondere des erfolgsabhängigen Anteils – ebenfalls nicht klar genug hervorgehen.

GRAFIK 39: Erläuterung aller Vergütungskomponenten im Vergütungsbericht

(in %)



Nur 25,2 % der Unternehmen – also nicht mehr als im Vorjahr (25,6 %) – bieten eine lückenlose Darstellung ihres Vergütungssystems. Im DAX liegt der Anteil bei 50 %. Sollte sich die Regierungskommission nach Verabschiedung des Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetzes entscheiden, bei der nächsten Anpassung des Kodexes nähere Vorgaben für Vergütungsberichte zu machen (etwa, dass sich diese auf sämtliche Vergütungskomponenten einschließlich Sachbezüge und Pensionszusagen beziehen müssen), dürfte dies zur Folge haben, dass der Anteil vollständiger Berichte weiter sinkt.

4.6 Corporate Governance Informationen im Internet

Hinsichtlich der Navigation haben die Unternehmen ihren Corporate Governance Auftritt im Internet weiter professionalisiert. Waren die Informationen im Vorjahr noch in 10,9 % der Fälle auf der vierten Hierarchie-Ebene der Website oder noch darunter versteckt, so ist Corporate Governance nunmehr allen untersuchten Unternehmen einen eigenen Menüpunkt auf der zweiten oder dritten Ebene wert. Ein Beispiel ist die comdirect bank AG, deren Informationsblock zu Corporate Governance früher innerhalb des Moduls Investor Relations im Untermodul „Aktie“ angesiedelt war und sich nun eine Ebene weiter oben befindet. 85,7% der untersuchten Unternehmen bieten ihre Informationen innerhalb der Investor-Relations-Seiten, 10,9% in den allgemeinen Unternehmens- und Konzerninformationen (was inhaltlich ebenso viel Sinn macht). „Best Practice“ repräsentieren BERU, ProSieben und T-Online, bei denen die Corporate Governance Seiten aus beiden Menüs angesteuert werden können. Auf 57,6% (Vorjahr 52,8%) der Websites lassen sich die Corporate Governance Seiten über die Suchfunktion finden.

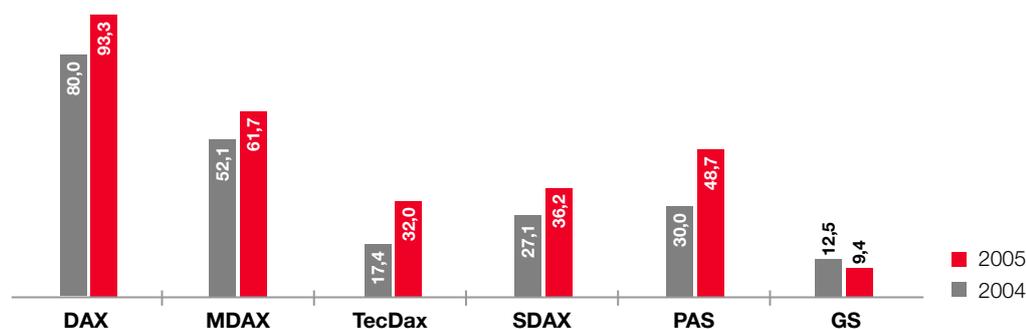
Die Corporate Governance Seiten im Internet sind jedoch nicht nur besser auffindbar, sondern auch inhaltlich gehaltvoller geworden. 65,1% der Unternehmen (Vorjahr 56,8%) bieten Erläuterungen, die über die Entsprechenserklärung hinausgehen, 28,8% (Vorjahr 23,6%) stellen neben der aktuellen Fassung auch frühere Versionen der Entsprechenserklärung ins Netz. Dieser Prozentsatz wird demnächst vermutlich deutlich ansteigen, da die Kodex-Ziffer 3.10 künftig die Empfehlung enthält, dass nicht mehr aktuelle Erklärungen fünf Jahre lang zugänglich gemacht werden sollen.

Ein weiterer Ausbau des WWW-Informationsangebots wäre ohne größeren Aufwand möglich – unsere Aussage, dass mehr Transparenz weniger eine Kosten- als vielmehr eine Willensfrage ist, gilt für das Internet in besonderem Maße. Den Corporate Governance Bericht bieten derzeit nur 11,8% der Unternehmen zum separaten Download an, die Geschäftsordnungen von Vorstand und Aufsichtsrat lediglich 7,4%. Immerhin 41,9% der von uns untersuchten Gesellschaften stellen den Internet-Usern ihre Satzung zur Verfügung.

Wenn es um die Darstellung der Grundzüge des Vergütungssystems im Internet geht, so ist im Prime Standard bereits heute eine uneingeschränkt positive Entwicklung auszumachen. Nach 35,4% im Vorjahr stellen nunmehr 45,4% aller Unternehmen den Vergütungsbericht separat (das heißt nicht nur als Bestandteil eines Geschäftsberichts im PDF-Format) zur Verfügung.

GRAFIK 40: Explizite Bekanntmachung der Grundzüge des Vergütungssystems im Internet

(in %)



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.

Das Bewertungsschema wurde gegenüber dem Vorjahr nur in einigen wenigen Punkten verändert. Der maximal erreichbare Score von 100 Punkten setzt sich dieses Jahr zu 44 % aus der Akzeptanz der Kodex-Empfehlungen gemäß der Entsprechenserklärung der Unternehmen und zu 56 % aus der Qualität der diesbezüglichen Finanzkommunikation zusammen. Damit wurde die Bedeutung der Compliance mit den Empfehlungen des Kodexes im Vergleich zum Vorjahr erhöht. Pro Abweichung von den Kodex-Empfehlungen verringert sich die erreichbare Punktzahl um zwei Punkte, sodass bei 22 Abweichungen oder mehr (auch bei gänzlicher Ablehnung des Kodexes) ein Score von null für diesen Teil der Studie erreicht wird.

Unberücksichtigt blieben auch dieses Jahr wieder die Kodex-Ziffern 5.3.1 und 5.3.2 (Bildung von Unterausschüssen bzw. eines Prüfungsausschusses des Aufsichtsrats) sowie aufgrund der nach wie vor erheblichen Rechtsunsicherheit die Empfehlung 5.4.5 Abs. 2 Satz 1 zur erfolgsorientierten Vergütung des Aufsichtsrats.

Darüber hinaus wurden die Qualität der Entsprechenserklärung, die Ausführlichkeit und Platzierung der Erläuterungen im Geschäftsbericht einschließlich Vergütungsbericht, sowie die Navigation und der Informationsgehalt der Internet-Auftritte mit folgenden Veränderungen zum Vorjahr bewertet.

Bei der Beurteilung der Finanzkommunikation haben wir unsere Kriterien wie folgt verändert:

- Der Frage, ob die Unternehmen neben den verbindlichen Erläuterungen der Abweichungen von den Empfehlungen auch die fakultativen Abweichungen von den Anregungen des Kodexes erläutern, wurde eine größere Bedeutung beigemessen.
- Bei der Analyse der Corporate Governance Bestandteile im Geschäftsbericht wurde ausschließlich Wert auf den Corporate Governance Bericht nach Ziffer 3.10 des DCGK und den Vergütungsbericht gelegt.
- Die meisten Unternehmen haben in der Vergangenheit unternehmensspezifische Corporate Governance Richtlinien abgeschafft, da diese sich weitestgehend mit den Regelungen des DCGK deckten. In der Studie flossen daher unternehmensspezifische Corporate Governance Standards – sofern noch vorhanden – nicht mehr in die Bewertung mit ein.
- Eine bloße Wiedergabe der Entsprechenserklärung im Geschäftsbericht wurde nicht als Corporate Governance Bericht gemäß Ziffer 3.10 gewertet, auch wenn manche Unternehmen dies im Inhaltsverzeichnis als Bericht betiteln, wie zum Beispiel die Stada AG, Rhön Kliniken AG oder die Drägerwerk AG.
- Ob ein Unternehmen eine Effizienzprüfung der Aufsichtsratsstätigkeit durchgeführt hat, haben wir anhand verschärfter Kriterien überprüft. Dementsprechend ist es nicht ausreichend, wenn ein Unternehmen lediglich erwähnt, dass der Aufsichtsrat sich einer Prüfung unterzogen hat. Vielmehr muss das Unternehmen die Prüfungsschwerpunkte, die angewandte Methodik und die durchgeführten Maßnahmen darlegen.
- Der Informationsgehalt der Unternehmenswebsites wurde im Vergleich zum Vorjahr höher gewichtet. Bei der Analyse haben wir erstmals die Verfügbarkeit der Satzungen und der Geschäftsordnungen für den Vorstand und den Aufsichtsrat in der Bewertung berücksichtigt.

- Suchfunktionen der Internetseiten, sofern vorhanden, wurden auf die Auffindbarkeit der Begriffe Corporate Governance und Entsprechenserklärung hin getestet.
- Hinsichtlich des steigenden Interesses von Investoren an der Unabhängigkeit des Abschlussprüfers haben wir die Websites der Unternehmen auch auf Angaben zu diesem Punkt hin überprüft. Von den 229 untersuchten Unternehmen stellt nur die im SDAX notierte Balda AG ihren Aktionären diesbezüglich Informationen zur Verfügung.

Ebenfalls haben wir die im Vorjahr eingeführten „Reality Checks“ erweitert, mit denen überprüft wird, ob die Unternehmen in der Umsetzung der Finanzkommunikation von der Selbstverpflichtung der Entsprechenserklärung abweichen. Überprüft haben wir die Einhaltung der Veröffentlichungsfristen für Konzernabschluss und Zwischenbericht, das Vorhandensein eines Vergütungsberichts im Geschäftsbericht und auf der Website sowie die individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütungen. Pro Nichteinhaltung wurden zwei Maluspunkte vergeben. Einen Maluspunkt erhielt auch, wer seine Entsprechenserklärung nicht datiert hat und dem Aktionär damit die Möglichkeit nimmt, die Aktualität der abgegebenen Versprechen zu überprüfen. Gleiches gilt, wenn keine aktuelle Version der Entsprechenserklärung vorliegt. Hat ein Unternehmen versäumt, in der Entsprechenserklärung auch auf die zurückliegende Periode Bezug zu nehmen („wurde“), haben wir hierfür zwei Maluspunkte vergeben.

Bei der Vergabe von Bonus- respektive Maluspunkten für eine Unter- bzw. Überschreitung der Veröffentlichungsfristen für Konzernabschluss und Zwischenbericht haben wir die maximal erreichbare Punktzahl von zehn auf sieben begrenzt. Die Überschreitung der Veröffentlichungsfristen wurde für den Konzernabschluss mit einem Maluspunkt pro zwölf Kalendertage Überschreitung der Kodex-Frist (90 Tage nach Ende des Geschäftsjahres) bewertet, für den Zwischenbericht mit einem Maluspunkt pro sechs Tage Überschreitung der Kodex-Frist (45 Tage). Maximal wurden pro Unternehmen vier (Konzernabschluss) bzw. drei (Zwischenbericht) Maluspunkte vergeben. Mit dem gleichen Maßstab konnten die Unternehmen bei Unterschreitung der Fristen Bonuspunkte erlangen. Das ausführliche Bewertungsschema findet sich im Anhang auf den Seiten 82 bis 83. Je nach Score wurden die Unternehmen folgenden Klassen zugeordnet:

Tabelle 6: 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 7: Bewertung der Unternehmen auf einen Blick

Anzahl der Unternehmen	DAX	MDAX	TecDAX	SDAX	PAS	GS	Gesamt
Vorbildlich	7	1	0	1	0	0	9
Sehr gut	15	6	5	7	1	0	34
Gut	6	18	6	6	4	1	41
Zufrieden stellend	2	17	8	13	13	1	54
Ausreichend	0	4	6	10	14	6	40
Verbesserungswürdig	0	1	0	8	5	10	24
Unzureichend	0	0	0	2	2	16	20
Gesamt	30	47	25	47	39	34	222

Damit haben die Unternehmen trotz der moderat verschärften Kriterien insgesamt ein besseres Scoring erreicht als im zurückliegenden Jahr. Nur noch 19,8% der Unternehmen (Vorjahr 24,8%) wurden hinsichtlich der von uns überprüften Corporate Governance Standards als verbesserungswürdig oder unzureichend eingestuft. Dagegen erreichten 37,8% (Vorjahr 33,3%) ein mindestens „gutes“ Urteil. Die geringsten Fortschritte gab es im General Standard, wo 26 von 34 Unternehmen in den beiden schlechtesten Kategorien landeten.

Die Top Scorer in den jeweiligen Segmenten finden sich im Tabellenteil ab Seite 84.

5.2 Top Scorer in den Segmenten

Sieben DAX-Werte (Vorjahr acht) haben das Prädikat „vorbildlich“ erhalten. Den höchsten Wert erreichte erstmals die Thyssen-Krupp AG. Im MDAX ragt diesmal die Heidelberger Druckmaschinen AG heraus, die als einziger Mid Cap mit der Bestnote ausgezeichnet wurde. Der beste Small Cap des Vorjahres, MorphoSys, hat sich nach dem Aufstieg in den TecDAX dort gleich an die Spitze gesetzt, knapp gefolgt von T-Online. Im SDAX hat die comdirect bank den höchsten Score und zugleich das beste Gesamtergebnis aller Unternehmen erzielt. Im Vergleich zum Vorjahr setzt comdirect nunmehr den Kodex bis auf eine Ausnahme um, verbesserte Navigation und Informationsgehalt im Internet und schuf darüber hinaus mehr Transparenz im Geschäftsbericht – unter anderem mit einem Vergütungsbericht, der alle drei Komponenten ausführlich erläutert. Bester Small Cap im Prime Standard ist die Biotest AG, die nach fünf Abweichungen im Vorjahr den Kodex nunmehr ausnahmslos umsetzt. Im General Standard fällt erneut die Hamburger AG positiv aus, die wiederholt als einziges Unternehmen im Index ein insgesamt „gutes“ Qualitätsurteil erzielte und mit 70 Punkten sogar denkbar knapp ein sehr gutes Urteil verfehlte.

5.3 Ein offenes Wort

Im Sinne einer transparenten Corporate Governance in eigener Sache weisen wir gezielt darauf hin, dass mit der comdirect bank AG und der Biotest AG in der nunmehr dritten Studie erstmals Kunden von ergo Kommunikation in ihrem jeweiligen Index mit der höchsten Bewertung abgeschlossen haben. Beide Unternehmen werden von ergo in der Finanzkommunikation unterstützt, insbesondere bei der Erstellung des Geschäftsberichts.

Wir haben uns aus folgenden Gründen entschieden, die beiden Unternehmen in den Ranglisten zu belassen:

- Erstens sind die Bewertungskriterien in detail veröffentlicht und insofern anhand eines jeden Einzelfalls nachprüfbar. Gegenüber dem Vorjahr sind sie nahezu unverändert geblieben.
- Zweitens ist die Bewertung eines Unternehmens durch einen Dienstleister im Bereich Finanzkommunikation nur zu einem sehr geringen Grad zu beeinflussen. 44% des Scores hängen von der Compliance ab, mithin einer gemeinsamen Entscheidung von Vorstand und Aufsichtsrat. Dasselbe gilt für die Transparenz von Vergütungs- und Corporate Governance Berichten. Alles in allem ist der Einfluss einer begleitenden Agentur bei 90–95% des Gesamtscores auszuschließen.

6 Corporate Governance, Performance und Unternehmensbewertung

6.1 Bisherige Studien zum Thema

6.1.1 Internationale Untersuchungen

Es gibt zahlreiche Studien, die einen positiven Zusammenhang zwischen den Corporate Governance Standards von Unternehmen sowie ihrer Kapitalmarktperformance konstatieren. Bereits in den Jahren 2000 und 2002 kommt McKinsey&Company anhand einer Befragung von 200 institutionellen Investoren in unterschiedlichen Ländern zu dem Ergebnis, dass diese bereit seien, für Unternehmen mit „guter“ Corporate Governance Prämien – also prozentuale Preisauflschläge – zu zahlen.¹⁰ Was „gute“ oder „schlechte“ Corporate Governance ist, wird allerdings nur anhand von sechs Kriterien ermittelt, die sich überdies nahezu ausschließlich auf den Aufsichtsrat beziehen. Bis heute werden die Studien als Beleg dafür herangezogen, dass Corporate Governance sich für die Aktionäre auszahle und ein Unternehmen durch hohe Standards einen positiven Einfluss auf den Aktienkurs nehmen könne. Dies kann jedoch allein aufgrund der (angegebenen) Bereitschaft der Investoren, einen Aufschlag zu zahlen, nicht geschlussfolgert werden.

Die Research-Gesellschaft GovernanceMetrics International (GMI) misst die Corporate Governance Standards von über 3.200 Gesellschaften mit einem Schwerpunkt auf den USA anhand eines Kriterienkatalogs, der sich nicht nur an diversen Corporate Governance Codes (u.a. OECD und ICGN), sondern auch den Anforderungen von institutionellen Investoren, Rechtsberatern und Managern orientiert. Ein Index, der die durch GMI am höchsten gerateten Gesellschaften gleich gewichtet enthält, hat nach Auskunft der Gesellschaft über einen Zeitraum von einem Jahr (12. März 2004 bis 15. März 2005) den S&P Index übertroffen.¹¹ Zu kritisieren an dieser Untersuchungsmethode ist der kurze Beobachtungszeitraum.

Die Deutsche Bank (2005) hat ein Scoring-Modell entwickelt, das anhand von vier Themenblöcken – Unabhängigkeit der Directors, Behandlung der Aktionäre, Offenlegung von Informationen sowie Vergütung des Managements – die Corporate Governance Standards von Unternehmen einstuft. Ausdrücklich betont wird, dass das Modell in Kenntnis der unterschiedlichen Corporate Governance Codes entwickelt wurde, aber sich an keinem Kodex explizit orientiert. Die Kriterien, die von der Deutschen Bank als vorrangig („primary“) eingestuft werden, finden sich zu einem großen Teil nicht im DCGK wieder. Dazu zählt die Abwesenheit eines Aktionärs, der aufgrund eines Anteils von mehr als 30 % Kontrolle ausüben kann, ebenso wie die vollständige Unabhängigkeit des Prüfungsausschusses oder die Frage, ob sich ein Unternehmen aktiv gegen feindliche Übernahmen zur Wehr setzt (active poison pill). Anhand dieser Kriterien wird gezeigt, dass es sich für einen Aktionär lohnt, Unternehmen mit hohen Corporate Governance Standards zu besitzen bzw. in Unternehmen mit sich verbessernden Standards zu investieren. Da Corporate Governance als ein bestimmender Faktor des Eigenkapitalrisikos angesehen wird, kombiniert die Deutsche Bank die Corporate Governance Standards mit ausgewählten Finanzkennzahlen, um so die Unternehmen mit einer vorteilhaften Risikoposition zu identifizieren. Über einen Zeitraum von knapp einem Jahr (18.2.2004–31.1.2005) wird gezeigt, dass – bezogen auf den Kapitalmarkt in Großbritannien – ein Portfolio von Unternehmen mit niedriger Risikoposition ein Portfolio von Unternehmen mit hoher Risikoposition outperformed hat.¹² Hierbei ist

10) McKinsey&Company: Global Investor Opinion Survey, 2002

11) International Strategy & Investment (ISI): Corporate Governance as an Investable Theme, in: Portfolio Strategy Report, 16.3.2005, S. 1

12) Grant, Gavin: Beyond the Numbers – Corporate Governance in Europe, Deutsche Bank AG, 4.3.2005

jedoch zu berücksichtigen, dass durch die Kombination von Corporate Governance Standards und Finanzkennzahlen nicht ohne weiteres ein direkter Bezug von Performance und Unternehmensführung hergestellt wird.

Brown und Caylor (2004) überprüfen den Zusammenhang zwischen Corporate Governance und Performance bzw. Unternehmensbewertung anhand eines 51 Punkte umfassenden Kriterienkatalogs, dem so genannten Gov-Score. Dieser Score ist eine Weiterentwicklung des von Gompers, Ishii und Metrick kreierten G-Index, der 24 Kriterien erfasst, und basiert auf Daten des Institutional Shareholder Services (ISS). Die überprüften Standards reichen über das hinaus, was in internationalen Corporate Governance Codes festgeschrieben ist. So wird etwa überprüft, ob Aktionäre kumulative Wahlrechte für die Wahl der Directors haben, ob das nominating committee sich ausschließlich aus unabhängigen Directors zusammensetzt oder ob die Aktionäre zustimmen müssen, wenn die Größe des Boards geändert wird. Anhand der Überprüfung von 2.327 Unternehmen über einen Zeitraum von zwei Jahren kommen die Wissenschaftler zu dem Ergebnis, dass gut geführte Unternehmen eine höhere Eigenkapital- und Nettoumsatzrendite erzielen und darüber hinaus eine höhere Kapitalmarktbewertung erhalten.¹³ Die Kriterien zur Messung von Corporate Governance sind auf den US-amerikanischen Markt zugeschnitten und in sofern auf die deutschen Unternehmen nur bedingt übertragbar.

Cremers und Nair (2004) untersuchen die Wechselwirkung zwischen internen und externen Governance-Mechanismen sowie deren Auswirkung auf die Kapitalmarktpformance. Messgröße für interne Corporate Governance ist der Anteil von öffentlichen Pensionsfonds sowie der Anteil des größten Anteilseigners am Grundkapital, da davon ausgegangen wird, dass die öffentlichen Fonds eine aktive Aktionärsrolle wahrnehmen. Messgröße für die externe Corporate Governance ist die Anzahl von Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen. Gezeigt wird, dass ein Portfolio von Unternehmen, deren Aktien zu einem hohen Prozentsatz bei Fonds liegen und die nur wenige Abwehrmaßnahmen gegen ein Takeover vorsehen, deutliche Überrenditen für die Aktionäre erzielen.¹⁴ Für diese Studie gilt ebenfalls, dass ihr Ergebnis aufgrund unterschiedlicher gesetzlicher Rahmenbedingungen für Übernahmen nicht uneingeschränkt auf den deutschen Markt übertragen werden kann.

6.1.2 Studien mit Bezug auf den deutschen Kapitalmarkt

Auch für den deutschen Kapitalmarkt versuchen einige Studien, den Zusammenhang zwischen Corporate Governance Standards und Performance zu belegen. Drobotz, Schillhofer und Zimmermann (2003) haben die Corporate Governance Standards von Unternehmen aus den wichtigsten Marktsegmenten der Deutschen Börse (nach damaliger Index-Systematik) anhand von 91 Fragebögen ermittelt, die sich an den Anforderungen des DCGK orientieren. Jeweils 31 Werte wurden schließlich in einem „Prinzipal-Portfolio“ (hohe Governance Ratings) und einem „Agenten-Portfolio“ (niedrige Governance Ratings) zusammengefasst. Ergebnis ist, dass das Prinzipal-Portfolio im Zeitraum von Januar 1998 bis März 2002 eine höhere durchschnittliche monatliche Rendite erzielt als die andere Gruppe.¹⁵ Problematisch ist dabei, dass die Performance-Messung einen Zeitraum betrifft, in dem die Corporate Governance Standards der Unternehmen sich möglicherweise noch anders dargestellt haben als zum Zeitpunkt der Befragung (2002) oder für die Anleger noch gar nicht sichtbar waren.

13) Brown, Lawrence D. und Marcus L. Caylor: Corporate Governance and Firm Performance, 7.12.2004 – ebenso verkürzt darstellt in: The Correlation between Corporate Governance and Company Performance, ISS Research Study, 2004.

14) Cremers, K.J. Martijn und Vinay B. Nair: Governance Mechanisms and Equity Prices, Article Submitted to The Journal of Finance, 2004.

15) Drobotz, Wolfgang, Andreas Schillhofer und Heinz Zimmermann: Ein Corporate Governance Rating für deutsche Publikumsgesellschaften, April 2003.

Zwei Studien beziehen sich explizit auf den Deutschen Corporate Governance Kodex. Bassen, Kleinschmidt, Prigge und Zöllner (2005) untersuchen den Entsprechungsgrad von 96 Unternehmen aus DAX30, MDAX und TecDAX bezüglich der Kodex-Empfehlungen und -Anregungen und kommen zu dem Ergebnis, dass es „nur eine schwache Evidenz“ für den Zusammenhang zwischen guter Corporate Governance und Performance gibt. Allerdings erzielten diejenigen Unternehmen eine signifikant höhere Aktienrendite, welche die Vorstandskriterien des Kodexes (Abschnitt 4) und insofern die Empfehlungen und Anregungen zur Vorstandsvergütung eher erfüllten als andere Unternehmen. Die Autoren schränken selbst ein, dass der Beobachtungszeitraum relativ kurz sei und letztlich nicht klar sei, ob man anhand der DCGK-Erfüllung tatsächlich die Corporate-Governance-Güte untersuche.¹⁶

Nowak, Rott und Mahr (2004) überprüfen die Kapitalmarktrelevanz der ersten abgegebenen Entsprechenserklärung im Jahr 2002 (auf Basis der ersten Kodex-Fassung) anhand von 145 Einzelfällen und zeigen, dass der Kapitalmarkt nicht mit Kursauf- oder -abschlägen reagiert, wenn ein Unternehmen überdurchschnittlich viele oder wenige Abweichungen vom Regierungskodex aufweist. Deshalb bestehe auch keine Ad-hoc-Pflicht bei Veröffentlichung einer Entsprechenserklärung. Der empirische Befund wird darauf zurückgeführt, dass der auf Freiwilligkeit beruhende Ansatz möglicherweise keinen geeigneten Enforcement-Mechanismus darstellt und die erforderliche Selbstregulierung durch den Kapitalmarkt nicht stattfindet.¹⁷

Daneben gibt es drei Studien, deren empirische Relevanz aus unserer Sicht fragwürdig ist. Die Unternehmensberatung Hewitt (2005) befragte 35 institutionelle Investoren in Deutschland zur Bedeutung der Corporate Governance. Demnach spielt Corporate Governance für 62 % der Befragten eine außerordentlich wichtige Rolle, für 42 % ist die Zusammensetzung der Vorstandsvergütung außerordentlich wichtig. Damit ist laut Hewitt „erstmalig bewiesen“, dass Unternehmen mit Corporate Governance einen direkten Einfluss auf das Interesse institutioneller Investoren – und damit auf den Aktienkurs – nehmen könnten.¹⁸ Leider wird jedoch auch hier – ähnlich wie bei der McKinsey-Umfrage – kein empirischer Zusammenhang zwischen Unternehmensführung und Performance hergestellt, sondern aus dem Antwortverhalten von Investoren lediglich geschlossen, dass es einen solchen Zusammenhang geben könnte.

Ebenfalls nicht stichhaltig ist eine Studie der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. in Kooperation mit Feri Trust (2004), die ebenfalls auf einer Umfrage bei Fondsgesellschaften beruht. Demnach halten 64 % der befragten 44 Fondsgesellschaften den Zusammenhang zwischen Corporate Governance und Kursperformance für „wahrscheinlich“. Für 25 %, also 11 Fondsgesellschaften, besteht sogar ein „offensichtlicher“ Zusammenhang. Dies zeige, „weshalb es zunehmend wichtig wird, dem Thema Corporate Governance auch bei der Performance des Fonds einen entsprechenden Stellenwert einzuräumen.“¹⁹ Hier wird gleichfalls eine weitreichende Schlussfolgerung aus einem empirisch eher dürftigen Befund gezogen.

16) Bassen, Alexander, Maik Kleinschmidt, Stefan Prigge und Christine Zöllner: Transparenz zahlt sich aus – Studie verdeutlicht ökonomische Wirkung des Deutschen Corporate Governance Kodex – Zusammenfassung, 21.6.2005

17) Nowak, Eric, Roland Rott und Till G. Mahr: Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt?, Working Paper No. 143, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main – Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, November 2004

18) Zitiert nach Hus, Christoph: Investoren meiden zugeknöpfte Manager, Handelsblatt, 8.7.2005

19) Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz in Kooperation mit Feri Trust: Fondsumfrage, 2004

Die Fondsgesellschaft Union Investment (2005) untersucht die Corporate Governance Standards der DAX30-Werte in vier Kategorien: Aktionärsrechte, Vorstand, Aufsichtsrat und Transparenz.²⁰ Die abgefragten Standards gehen teilweise über den Kodex hinaus. So verbesserte sich das Ranking der Unternehmen beispielsweise dann, wenn dem Aufsichtsrat kein Gewerkschaftsfunktionär angehört oder der Vorstand in mindestens 50 % der Fälle bei den quartalsweisen Conference Calls dabei ist. Für den Zeitraum Januar 2004 bis April 2005 kommt Union Investment zu dem Ergebnis, dass die zehn besten DAX-Werte den DAX insgesamt outperformen, wobei die bessere Kursentwicklung allerdings auf der Entwicklung in den ersten Monaten des Jahres 2005 beruht. Für den Zeitraum von Januar 2002 bis Dezember 2004 ist hingegen keine signifikante Outperformance sichtbar. Schlussfolgerung ist dennoch, dass „Unternehmen mit guter Corporate Governance eher eine überdurchschnittliche Kursentwicklung“ zeigen und umgekehrt.²¹

6.1.3 Zwischenfazit

Als Zwischenfazit lässt sich festhalten, dass zwar zahlreiche Studien zu dem Ergebnis kommen, eine „gute“ Corporate Governance habe positiven Einfluss auf die Performance oder Kapitalmarktbeurteilung eines Unternehmens, dass jedoch zugleich ein eindeutiger empirischer Befund für den deutschen Kapitalmarkt noch aussteht.

Viele Studien legen Corporate Governance Kriterien an, die auf den deutschen Kapitalmarkt nicht oder zumindest nicht ohne weiteres übertragbar sind. Darüber hinaus sind die Messgrößen für Privatanleger allein auf Basis der für sie zugänglichen Unternehmensinformationen schwierig nachzuprüfen oder nachzuvollziehen.

Für die Zwecke unserer Untersuchung haben wir uns in die Situation eines informierten Privatinvestors versetzt. Es ist davon auszugehen, dass er die Corporate Governance Standards deutscher Unternehmen vorwiegend anhand der Kodex-Compliance und der Corporate Governance Kommunikation (Entsprechenserklärung, Geschäftsbericht, Website, Satzung, Einladung zur Hauptversammlung, Reden etc.) sowie entsprechender Medienberichte beurteilen wird.

6.2 Kapitalmarkt-Relevanz des DCGK: Erwartungshaltung von Unternehmen und Fonds

In Abschnitt 3.5 hatten wir bereits dargestellt, dass die Unternehmen „gute“ Corporate Governance und Entsprechensquote keineswegs gleichsetzen. Auch die Kapitalmarkt-relevanz des Kodexes wird von zahlreichen Unternehmen in Zweifel gezogen. 62,2 % finden, dass hohe Standards in Unternehmensführung und Kontrolle „sehr wichtig“ oder „wichtig“ sind für die Performance einer Aktie. Interessant ist dabei, dass vor allem die größeren Börsenwerte einen Zusammenhang sehen, während bei den Small Caps eher Skepsis herrscht.

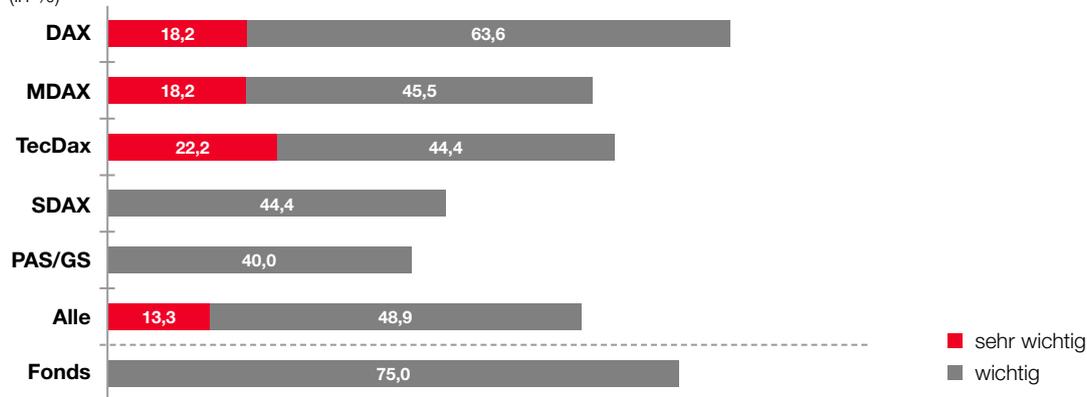
Im Vergleich dazu sind bloß 37,7 % der Unternehmen davon überzeugt, dass auch die Compliance mit dem DCGK von Bedeutung ist für die Performance eines Unternehmens am Kapitalmarkt. Ein klares „Ja“ zu dieser Frage haben wir nur von zwei Unternehmen erhalten.

20) Union Investment: Qualitätsmerkmale guter Corporate Governance der DAX-Unternehmen 2005, Juni 2005

21) Union Investment: Corporate Governance der DAX-Unternehmen mit großem Qualitätsgefälle, Pressemitteilung 16.6.2005

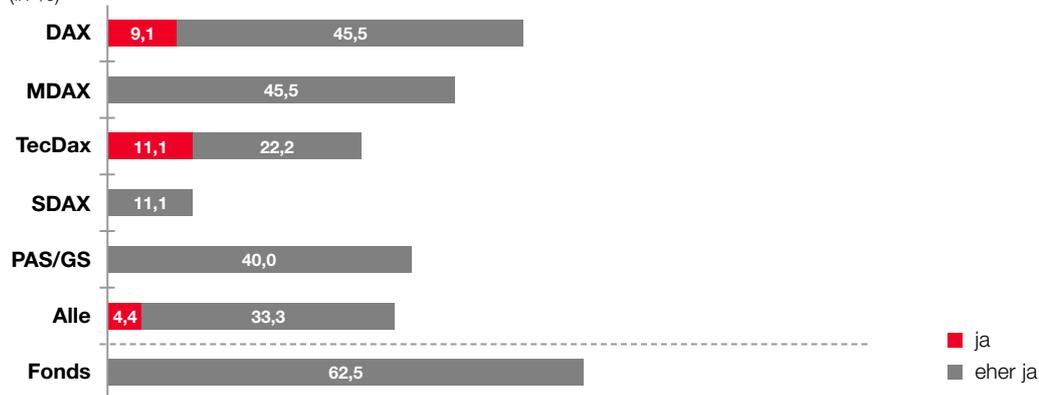
GRAFIK 41: Wie wichtig sind im Allgemeinen hohe Standards in Unternehmensführung und Kontrolle für die Performance einer Aktie?

(in %)



GRAFIK 42: Ist die Compliance mit dem DCGK von Bedeutung für die Performance eines Unternehmens am Kapitalmarkt?

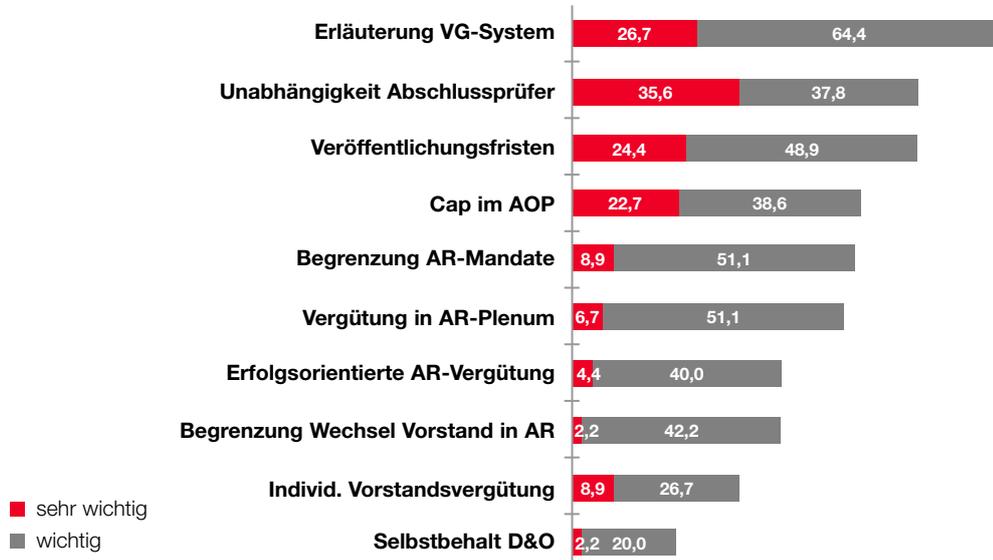
(in %)



Die Bedeutung einzelner Empfehlungen des DCGK für Investoren wird durch die Unternehmen sehr unterschiedlich eingeschätzt. Von den in der Öffentlichkeit diskutierten neuralgischen Empfehlungen wird vor allem die Umsetzung der Soll-Vorschrift zur Erläuterung der Grundzüge des Vergütungssystems als besonders bedeutsam für Investoren-Entscheidungen erachtet. Auch die Unabhängigkeit der Abschlussprüfer und die Einhaltung oder Unterschreitung der vom Kodex empfohlenen Veröffentlichungsfristen für Konzernabschluss und Zwischenbericht wird für sehr wichtig gehalten. Interessant ist, dass der Aspekt, der in den Medien am heftigsten diskutiert wurde und wird – nämlich die Frage, ob die Vorstandsbezüge individualisiert ausgewiesen werden – aus Sicht der Unternehmen für die Investoren eine untergeordnete Bedeutung hat.

GRAFIK 43: Bedeutung von Empfehlungen für Investoren-Entscheidungen aus Sicht der Unternehmen

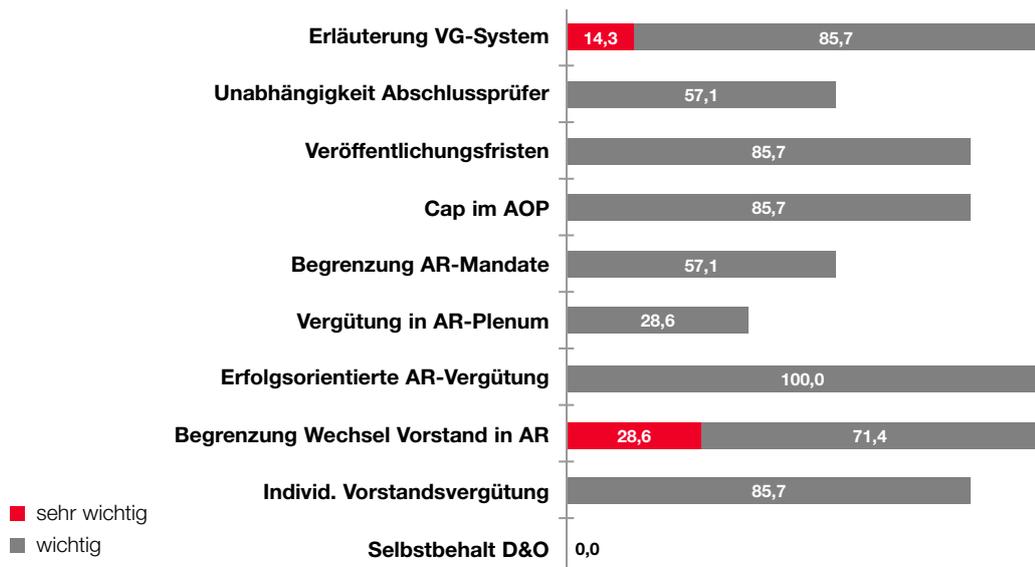
(in %)



Es überrascht nicht, dass die von uns befragten Fondsmanager und Analysten dies anders sehen und die einzelnen Empfehlungen fast durchweg für wichtiger halten als die Unternehmen. Der Erläuterung des Vergütungssystems sowie einer Begrenzung des Wechsels vom Vorstandsvorsitz in den Aufsichtsrat messen sie die höchste Bedeutung bei.

GRAFIK 44: Bedeutung von Empfehlungen für Investoren-Entscheidungen aus Sicht des Fondsmanagements

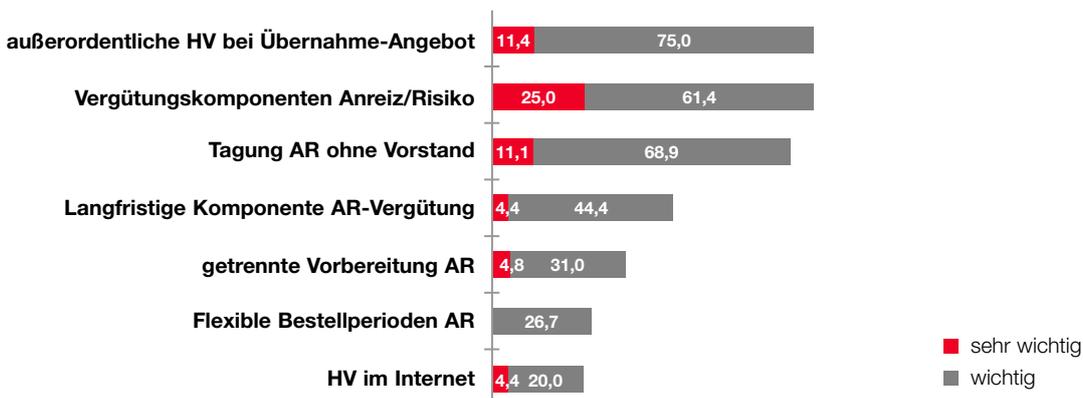
(in %)



Interessant ist, dass Unternehmen und Investoren manche Anregungen des Kodexes, von denen die Gesellschaften ohne Erklärungsspflicht abweichen können, für wichtiger halten als etliche Soll-Vorschriften. Von überragender Bedeutung für beide Gruppen ist dabei die Anregung unter Ziffer 3.7 Absatz 3, wonach der Vorstand „in angezeigten Fällen“ eine außerordentliche Hauptversammlung einberufen sollte, in der die Aktionäre ein Übernahmeangebot beraten und gegebenenfalls gesellschaftsrechtliche Maßnahmen beschließen. Auch die Existenz von Vergütungskomponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter ist lediglich als „Sollte“-Vorschrift formuliert; ihr kommt jedoch, wie zu erwarten, ebenfalls eine überragende Bedeutung zu. Die Tatsache, dass ein Unternehmen den Kodex ausweislich der Entsprechenserklärung theoretisch zu 100 % erfüllen und zugleich von den beiden genannten, für Investoren relevanten Punkten abweichen kann, macht deutlich, dass die bloße Compliance nicht unbedingt die Richtschnur ist für gute Corporate Governance Standards aus Sicht der Investoren.

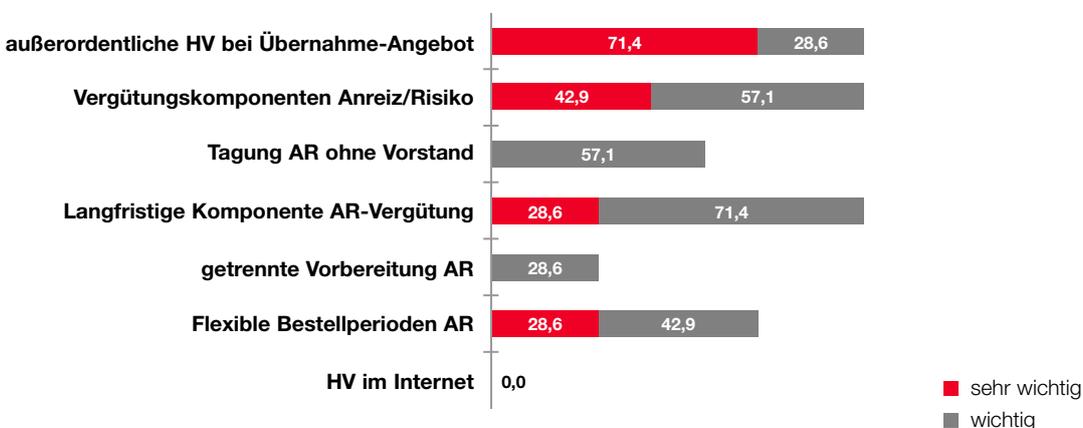
GRAFIK 45: Bedeutung von Anregungen auf Investoren-Entscheidungen aus Sicht der Unternehmen

(in %)



GRAFIK 46: Bedeutung von Anregungen auf Investoren-Entscheidungen aus Sicht des Fondsmanagements

(in %)

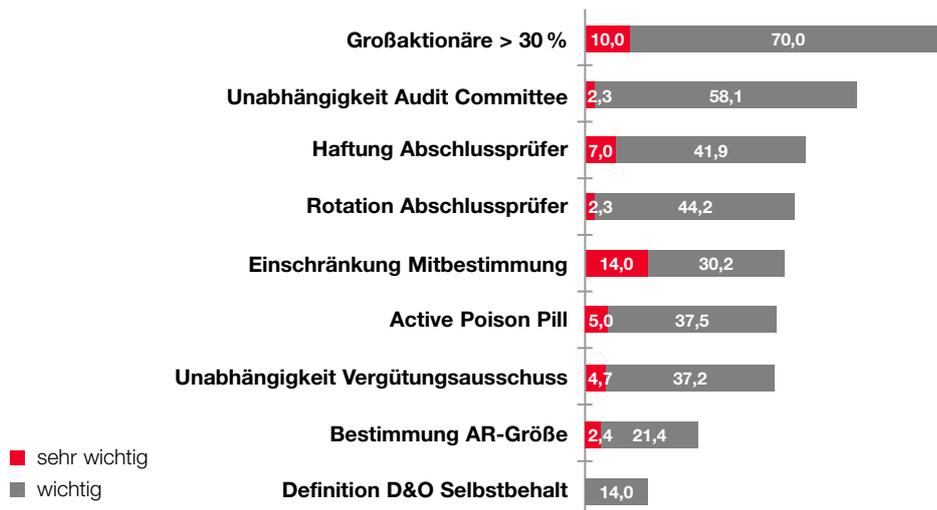


Diese Schlussfolgerung wird untermauert, wenn man nach der Bedeutung von Corporate Governance Aspekten fragt, die durch den Kodex derzeit nicht oder allenfalls nur am Rande tangiert werden. Die Aktionärsstruktur, das heißt die An- oder Abwesenheit eines bestimmenden Großaktionärs, spielt eine überaus wichtige Rolle, ebenso die Besetzung der Fachausschüsse des Aufsichtsrats – vor allem des Audit Committees – mit unabhängigen Mitgliedern. Interessant: Die Einschränkung der Mitbestimmung ist für 44,2% der Unternehmen ein wichtiger oder sehr wichtiger Corporate Governance Aspekt.

Festzuhalten bleibt, dass der Regierungskodex zum Teil weniger investorenrelevante Aspekte über Soll-Vorschriften regelt, während manche Themen von besonders hoher Kapitalmarktrelevanz über unverbindliche Anregungen oder überhaupt nicht geregelt werden. Vor diesem Hintergrund ist es nachzuvollziehen, dass sich institutionelle Investoren weniger am Kodex orientieren, sondern wie Hermes (s. Seite 67) ihre eigenen Kriterien aufstellen, die sie nach dem „Comply or Explain“ Prinzip überprüfen.

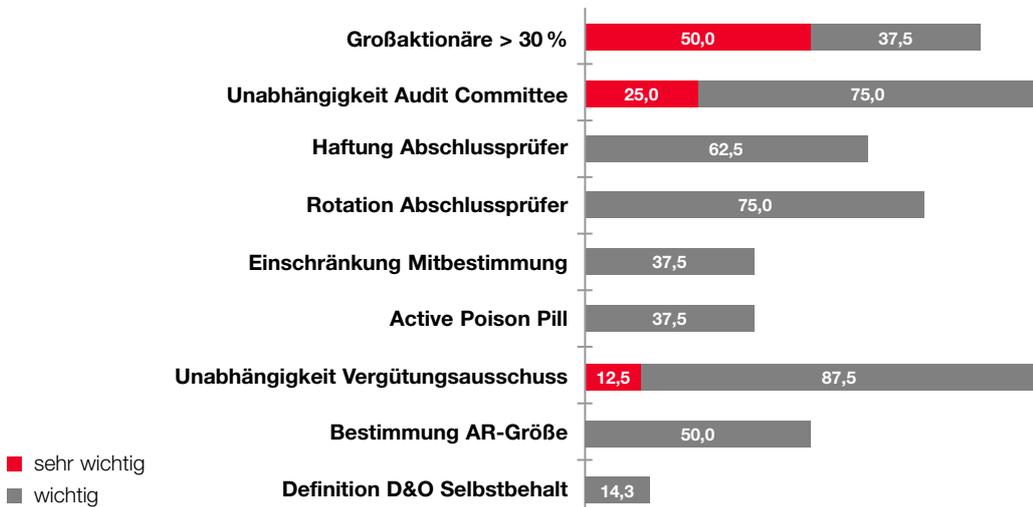
GRAFIK 47: Bedeutung von aktuell diskutierten Corporate Governance Aspekten, die nicht durch den Kodex geregelt sind, aus Sicht der Unternehmen

(in %)



GRAFIK 48: Bedeutung von aktuell diskutierten Corporate Governance Aspekten, die nicht durch den Kodex geregelt sind, aus Sicht des Fondsmanagements

(in %)



6.3 Zusammenhang von Corporate Governance und Performance

Der Anspruch des DCGK ist, „international und national anerkannte Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung“ festzuschreiben. Wer diesen Standards nicht zu folgen bereit ist, muss dies in einer jährlichen Erklärung offen legen. Dahinter steht die Grundüberzeugung, dass es aufgrund der Pflicht, sich zu erklären, genügend Anreize für Unternehmen gibt, in möglichst wenigen, gut begründbaren Punkten von den Empfehlungen des Kodexes abzuweichen – schließlich ist zu erwarten, dass der Kapitalmarkt eine unzureichende Compliance sanktioniert in der Form, dass Investoren den schwarzen Schafen den Rücken kehren.

Wenn aber Kodex-Sünder unweigerlich am Kapitalmarkt nach unten durchgereicht werden, so müsste das in einem Performance-Vergleich der Unternehmen mit hoher und geringer Zustimmungswahl niederschlagen. Ein indexübergreifender Performancevergleich von Unternehmen mit wenigen Abweichungen auf der einen Seite und zahlreichen Abweichungen auf der anderen Seite würde jedoch unweigerlich in einem negativen Zusammenhang zwischen Compliance und Performance resultieren, da in den zurückliegenden drei Jahren die kleineren Unternehmen (mit durchschnittlich geringerer Kodex-Akzeptanz) in MDAX und SDAX sowie unterhalb der Auswahlindizes den DAX30 deutlich outperformed haben.

Ein positiver Zusammenhang zwischen Compliance und Performance lässt sich jedoch auch unter Berücksichtigung der Größenordnungen, d.h. bei einem Vergleich innerhalb der Indices, über unterschiedliche Zeiträume nicht herstellen. Beispielhaft sei der Zusammenhang der Compliance (Mittelwert der Abweichungen in den Surveys 2004 und 2005) sowie der Performance im Zeitraum 1. Januar 2003 bis 31. Mai 2005 illustriert. Lediglich im TecDAX übertreffen die zehn Werte mit einer überdurchschnittlichen Compliance den Index-Durchschnitt. In DAX und SDAX lässt sich eher eine negative Korrelation feststellen, da hier die Schlusslichter den Durchschnittswert übertreffen.²¹

Uns hat interessiert, ob ein Zusammenhang existiert, wenn wir die Betrachtung nicht auf die Compliance beschränken, sondern die im Gesamtscore erfassten kommunikativen Elemente mit einbeziehen. Doch auch bei Sortierung der Unternehmen nach dem Gesamtscore (Mittelwert 04/05) können die jeweils Klassenbesten den Index nicht übertreffen – im Gegenteil. Unternehmen mit hohen Standards (gemäß unserer Kriterien) weisen eine, wenn auch geringfügig, unterdurchschnittliche Performance auf, während die Unternehmen mit geringem Gesamtscore (Ausnahme MDAX) den jeweiligen Index übertreffen.

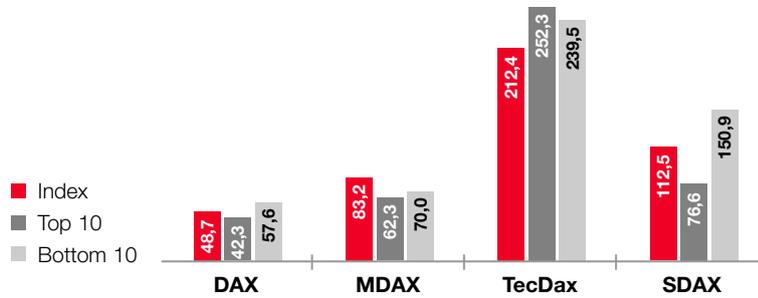
Betrachten wir anstelle des Gesamtscores ausschließlich die Qualität der Corporate Governance Kommunikation, ändert sich das Gesamtbild nur geringfügig. Die jeweils besten Unternehmen können mit der Gesamtmarkt-Performance nicht mithalten, bei den eher intransparenten Unternehmen lässt sich allerdings keine Outperformance feststellen.

Bei der Beschränkung des Gesamtscores auf in der Öffentlichkeit besonders stark diskutierte Komplexe des DCGK – Vergütung und Effizienz der Aufsichtsratsstätigkeit – zeigt sich ein uneinheitliches Bild. Unternehmen, die überdurchschnittlich viele Empfehlungen des Kodexes zur Vorstandsvergütung umsetzen, hinken hinter dem Gesamtmarkt her, während auch hier die Werte mit geringer Kodex-Akzeptanz eine Outperformance aufweisen (erneute Ausnahme MDAX). Anders sieht es bei der Untersuchung des Spezialaspekts „Aufsichtsrat“ aus, der die diesbezüglichen Empfehlungen ebenso berück-

21) Im nachfolgenden Text stellen wir die Zusammenhänge anhand der Daten aus den vier Auswahlindizes der Deutschen Börse dar. Im tabellarischen Anhang finden sich ebenfalls die Werte für die Small Caps aus Prime und General Standard. Diese bestätigen die getroffenen Aussagen.

GRAFIK 49: Zusammenhang von Compliance (2004/2005) und Performance für den Zeitraum 01/2003–05/2005 (%)

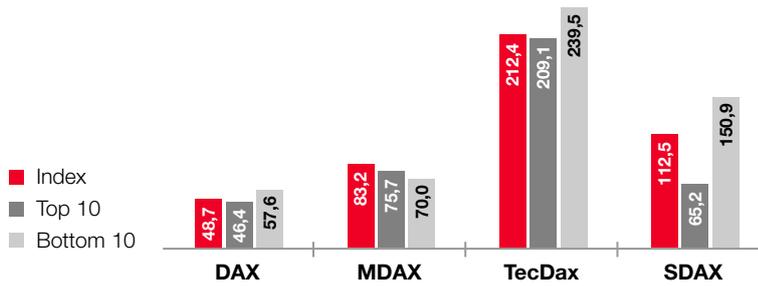
(Durchschnittswerte je Segment)



Quelle: eigene Erhebung

GRAFIK 50: Zusammenhang von Gesamtscore (2004/2005) und Performance für den Zeitraum 01/2003–05/2005 (%)

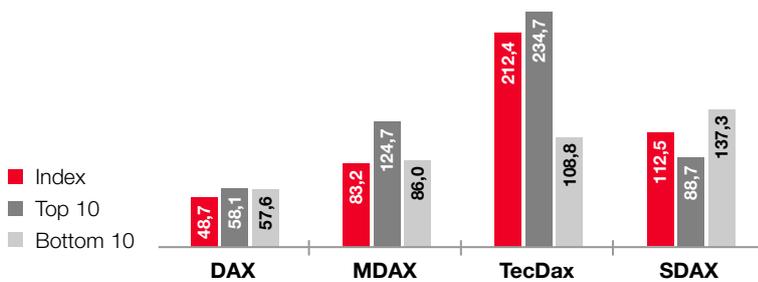
(Durchschnittswerte je Segment)



Quelle: eigene Erhebung

GRAFIK 51: Zusammenhang von Aufsichtsrats-Score (2004/2005) und Performance für den Zeitraum 01/2003–05/2005 (%)

(Durchschnittswerte je Segment)



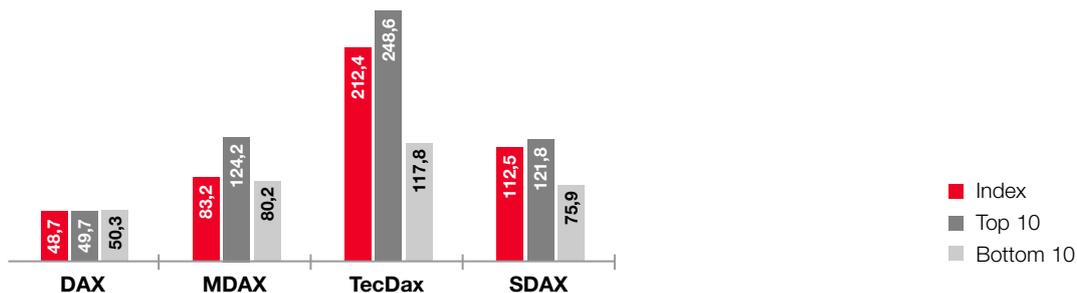
Quelle: eigene Erhebung

sichtigt wie die kommunikative Aufbereitung im Aufsichtsratsbericht. Hier erkennen wir erstmals einen möglicherweise positiven Zusammenhang zwischen einer Teildisziplin der Corporate Governance und der Kapitalmarktperformance, wenngleich die moderate Outperformance im DAX30 kaum von statistischer Relevanz sein dürfte.

Ein interessanter Spezialaspekt sind die Veröffentlichungsfristen von Konzernabschluss und Zwischenbericht. Unternehmen, die ihre Aktionäre sehr früh informieren, weisen eine bessere Performance auf als ihr jeweiliger Vergleichsindex – und umgekehrt. Ursache könnte sein, dass nur Unternehmen mit einem besonders leistungsfähigen Rechnungswesen ein Fast Closing realisieren können und diese Leistungsfähigkeit ebenfalls positive Auswirkungen auf die wertorientierte Steuerung des Unternehmens sowie die externe Kommunikation der Entwicklung zentraler Werttreiber hat. Auf der anderen Seite könnte der statistische Zusammenhang in diesem Falle auch zufälliger Natur sein, da eine Abhängigkeit der Performance von der Konsolidierungsgeschwindigkeit doch recht konstruiert erscheint.

GRAFIK 52: Zusammenhang von Veröffentlichungsfristen (2004/2005) und Performance für den Zeitraum 01/2003–05/2005 (%)

(Durchschnittswerte je Segment)



Quelle: eigene Erhebung

Als Zwischenfazit kann festgehalten werden, dass

- kein positiver Zusammenhang zwischen DCGK-Compliance und Kapitalmarkt-Performance festgestellt werden konnte und
- die Unternehmen mit einer auffallend hohen Qualität in der Corporate Governance Kommunikation ebenfalls keine Outperformance aufweisen.

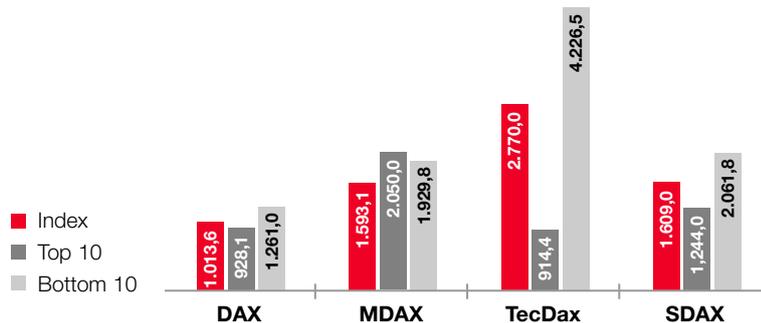
Dieser Befund lässt zwei entgegengesetzte Schlussfolgerungen zu. Entweder sind die im Corporate Governance Survey angelegten Kriterien geeignet, Corporate Governance Standards zu einem gewissen Grad abzubilden – dann wäre der Zusammenhang zwischen Corporate Governance und Performance grundsätzlich in Frage gestellt. Oder die am DCGK festgemachten Kriterien sind zur Einstufung der Standards ungeeignet. Das hieße aber im Umkehrschluss, dass auch der Kodex selbst kein Gradmesser für die Corporate Governance Standards von Unternehmen ist.

6.4 Zusammenhang von Corporate Governance und Total Shareholder Return (TSR)

Wenn wir die Dividendenzahlungen der Unternehmen mit einbeziehen (diesmal im Zeitraum 1/02 bis 12/04), gelangen wir im Großen und Ganzen zum selben Ergebnis: Häufig gelingt es der Gruppe der unterdurchschnittlichen Werte, ihren Benchmark-Index zu übertreffen, während die Unternehmen mit hohen Standards ihren Aktionären weniger Return eingebracht haben. So führte ein Investment von 1.000 Euro je Unternehmen in der Top10-Gruppe des DAX im Zeitraum von drei Jahren lediglich zu einem Betrag von durchschnittlich 928 Euro, während die Aktionäre, die in die Bottom10-Werte investierten, am Ende eine Summe von 1.261 Euro herausbekamen. In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass sich die „guten“ Corporate Governance Unternehmen auch hinsichtlich ihrer Dividendenpolitik (gemessen an der Ausschüttungsquote) sowie ihrer Dividendenrendite nicht vom Marktumfeld abheben können. Regelrecht frappant wird es beim Vergleich von Gesamtscore und Corporate Governance Kommunikation: Stets übertrifft der durchschnittliche Total Shareholder Return der schlechtesten zehn Unternehmen sowohl die vorbildlichen Unternehmen als auch den Index insgesamt.

GRAFIK 53: Zusammenhang von Compliance (2004/2005) und Total Shareholder Return: Aus 1.000 Euro wurden in drei Jahren (01/2002–12/2004) ...

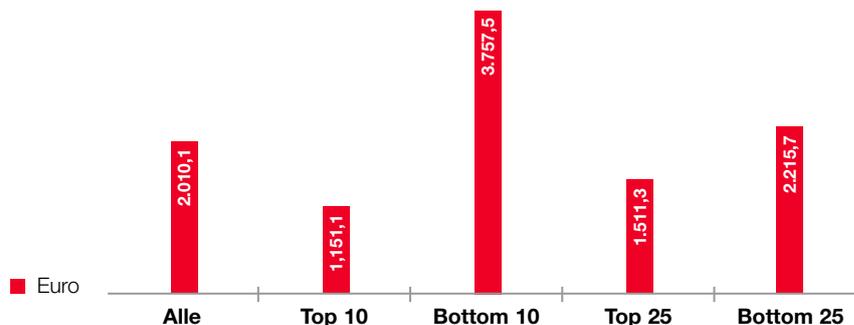
(Durchschnittswerte je Segment)



Quelle: eigene Erhebung

GRAFIK 54: Zusammenhang von Compliance (2003–2005, nur Small Caps) und TSR: Aus 1.000 Euro wurden in drei Jahren (01/2002–12/2004) ...

(Durchschnittswerte je Segment)



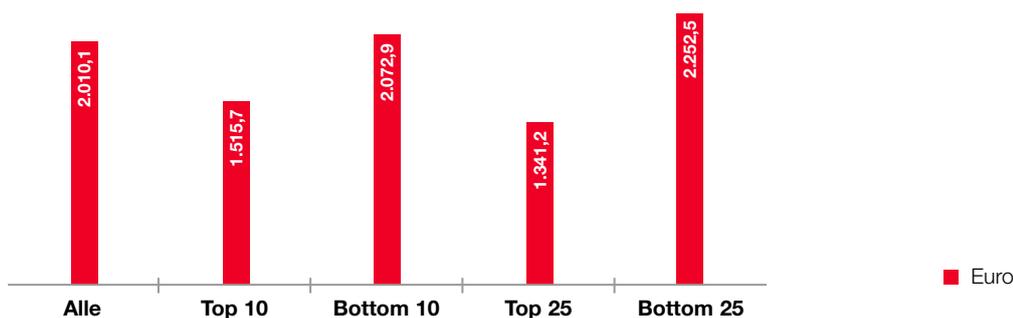
Quelle: eigene Erhebung

Sämtliche Vergleiche (Performance, Total Shareholder Return, KGV) wurden auch für die Gruppe der Small Caps durchgeführt, die bereits im Corporate Governance Survey hinsichtlich Compliance und Kommunikation erfasst waren. Hier zeigt sich ebenfalls, dass die Werte mit einer im Dreijahres-Durchschnitt hohen Kodex-Akzeptanz schlechter performen als die Gruppe mit einer hohen Zahl von Abweichungen (einschließlich der Totalverweigerer!).

Auch die Gruppe der „Pioniere“, das heißt der Unternehmen, die schon in der ersten Erhebung durch einen hohen Gesamtscore aufgefallen sind, haben ihren Aktionären im Durchschnitt eine geringere Summe aus Kurssteigerungen und Dividendenzahlungen eingebracht als die Unternehmen am unteren Ende der Skala. Möglicher Grund könnte sein, dass anfangs vor allem solche Werte hohe Standards implementiert und offensiv kommuniziert haben, die aufgrund einer unterdurchschnittlichen operativen Performance Vertrauen am Kapitalmarkt zurückerobern mussten. Für Unternehmen mit stabiler Ergebnisentwicklung, so die Logik dieses Arguments, gab es demnach weniger Anlass, ein solches Signal in den Kapitalmarkt zu senden.

**GRAFIK 55: Zusammenhang von Gesamtscore (2003, nur Small Caps) und TSR:
Aus 1.000 Euro wurden in drei Jahren (01/2002–12/2004) ...**

(Durchschnittswerte je Segment)

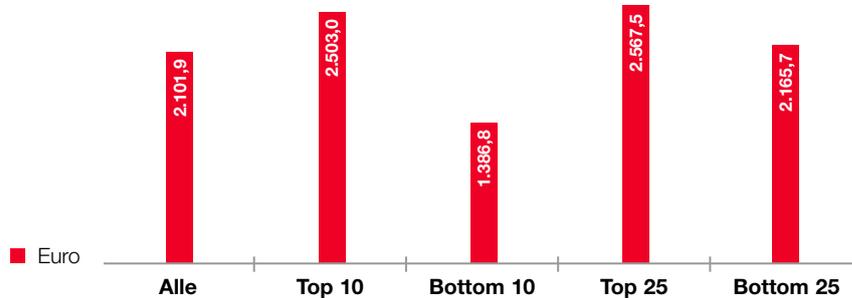


Quelle: eigene Erhebung

Bestätigung findet diese Überlegung, wenn die Small Caps betrachtet werden, die von 2003 bis 2005 ihre Standards am deutlichsten verbessert haben (Anstieg des Gesamtscore). Sie übertreffen sowohl den Gesamtdurchschnitt als auch die Unternehmen, die sich hinsichtlich ihrer Standards nicht weiterentwickelt oder gar verschlechtert haben. Die Aussage in der zitierten Studie der Deutschen Bank, dass es sich lohne, Unternehmen mit sich verbessernden Standards zu erwerben, wird durch diesen Befund unterstützt.²²

22) Deutsche Bank, a.a.O.

GRAFIK 56: Zusammenhang zwischen Verbesserung des Gesamtscores (2003–2005, nur Small Caps) und TSR: Aus 1.000 Euro wurden in drei Jahren (01/2002–12/2004) ...
(Durchschnittswerte je Segment)



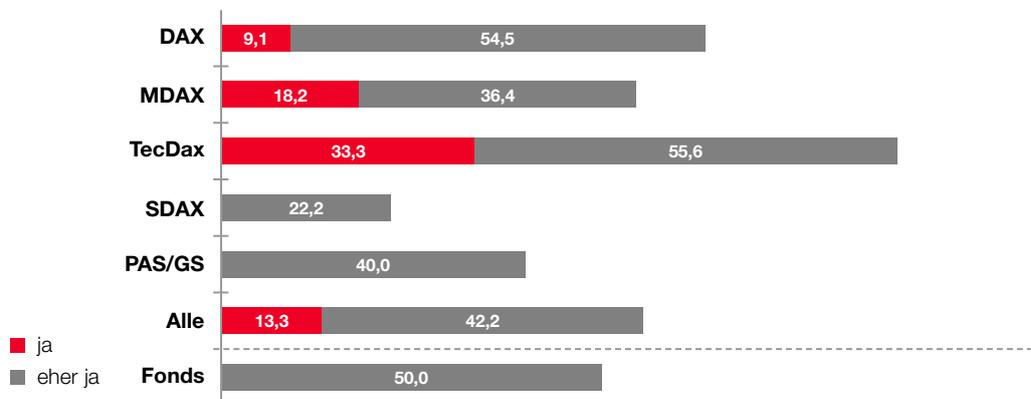
Quelle: eigene Erhebung

6.5 Zusammenhang von Corporate Governance und Kapitalmarktbewertung

Immerhin 55,5% der befragten Unternehmen sind der Ansicht, dass eine insgesamt „gute“ Corporate Governance eine höhere Kapitalmarktbewertung rechtfertigt.

GRAFIK 57: Rechtfertigt eine insgesamt „gute“ Corporate Governance eine höhere Bewertung eines Unternehmens?

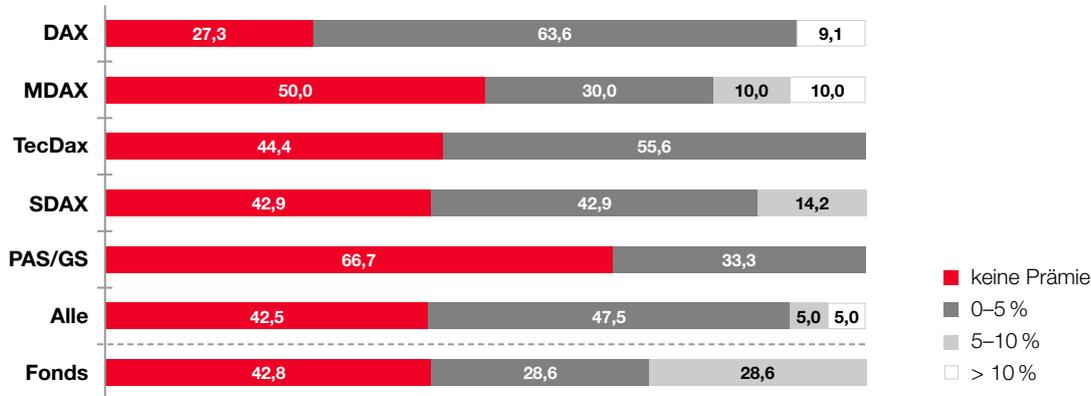
(in %)



Die – analog zur McKinsey-Studie – „Prämie“, die Investoren für Unternehmen mit hohen Standards zu zahlen bereit sind, wird allerdings eher gering eingeschätzt. 42,5% der Unternehmen rechnen mit überhaupt keinem Preisaufschlag, 47,5% mit einem Aufschlag zwischen 0 und 5%.

GRAFIK 58: Glauben Sie, dass Investoren bereit sind, für Unternehmen mit „guter“ Corporate Governance eine Prämie zu zahlen – und wenn ja in welcher Höhe?

(in %)

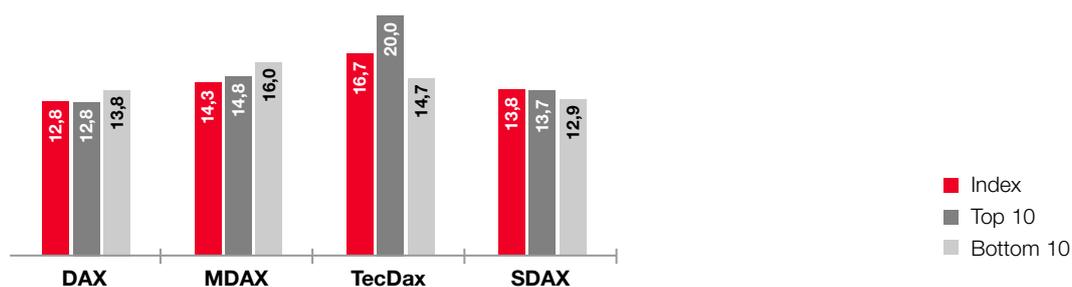


Verknüpfen wir die Corporate Governance Standards von Unternehmen (gemäß unserer Kriterien) mit der Bewertung am Kapitalmarkt, kommen wir in der Tat häufig zu einem positiven Zusammenhang, der aber nicht immer stark ausgeprägt ist.

Zwar sind die Unternehmen mit einer besonders hohen DCGK-Compliance nicht auffällig höher bewertet als ihre jeweiligen Indices, doch sowohl hinsichtlich des Gesamtscores (einschließlich der Spezialaspekte Vergütung und Aufsichtsrats-Effizienz) als auch der Qualität der Corporate Governance Kommunikation zeigen sich Auffälligkeiten.

GRAFIK 59: Zusammenhang von Compliance (2004/2005) und KGVn (2005e)

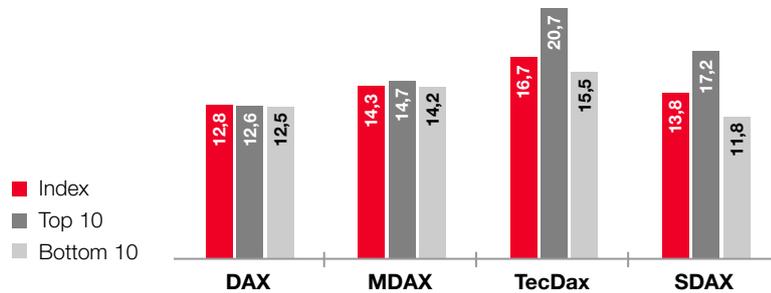
(Durchschnittswerte je Segment)



Quelle: eigene Erhebung

GRAFIK 60: Zusammenhang von Vergütungs-Score (2004/2005) und KGVn (2005e)

(Durchschnittswerte je Segment)



Quelle: eigene Erhebung

Zumeist mit Ausnahme des DAX sind die Unternehmen mit hohen Scores auch höher bewertet als der Index-Durchschnitt und die jeweiligen Schlusslichter. Indexübergreifend sowie mit Fokus auf Small Caps zeigt sich ein ähnliches Bild. Die auffälligste Korrelation ergibt sich hinsichtlich der Verbesserung der Corporate Governance Standards (Gesamtscore) im Zeitraum von 2003–2005. Die Gruppe der „Verbesserer“ hatte interessanterweise bereits einen im Schnitt höheren Total Shareholder Return erzielt als die Small Caps insgesamt, sodass hier in der Tat ein signifikanter Zusammenhang vorliegen könnte.

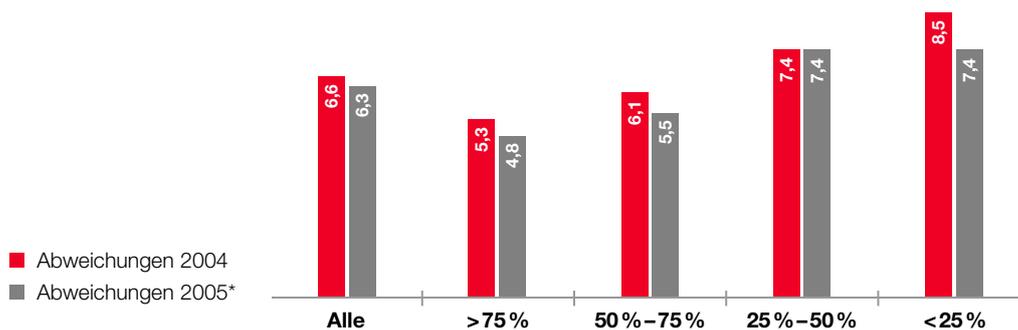
6.6 Zusammenhang von Streubesitz und Corporate Governance

Neben der Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Corporate Governance und Performance sowie Bewertung haben uns zwei weitere Aspekte interessiert: Treffen Unternehmen mit hohen Corporate Governance Standards häufiger und punktgenauer die Erwartungen des Kapitalmarkts? Hat die Aktionärsstruktur Einfluss auf die Corporate Governance Standards von Unternehmen?

Zunächst zur Aktionärsstruktur: Hier fällt ins Auge, dass die Unternehmen mit einem Streubesitz von über 75 % deutlich weniger Abweichungen von den Empfehlungen des DCGK aufweisen als Unternehmen mit einem geringeren Streubesitz.

GRAFIK 61: Abweichungen von den Kodex-Empfehlungen in Abhängigkeit vom Streubesitz

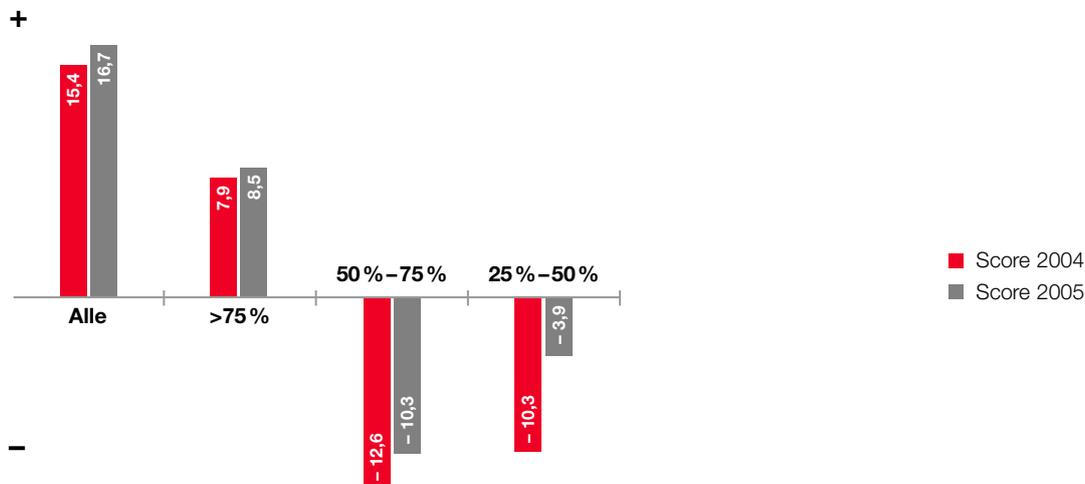
(Durchschnittswerte je Segment)



Quelle: eigene Erhebung

* Stand Ende Mai 2005

GRAFIK 62: Qualität der Corporate Governance Kommunikation in Abhängigkeit vom Streubesitz (Abweichung gegenüber Durchschnitt in %)



Quelle: eigene Erhebung

Auch hinsichtlich ihrer Corporate Governance Kommunikation weisen sie deutlich höhere Standards auf als der Durchschnitt der Unternehmen. Hingegen informieren Unternehmen mit einem Streubesitz von unter 50 % im Durchschnitt weniger transparent über ihre Corporate Governance Standards und weichen häufiger von den Kodex-Empfehlungen ab.

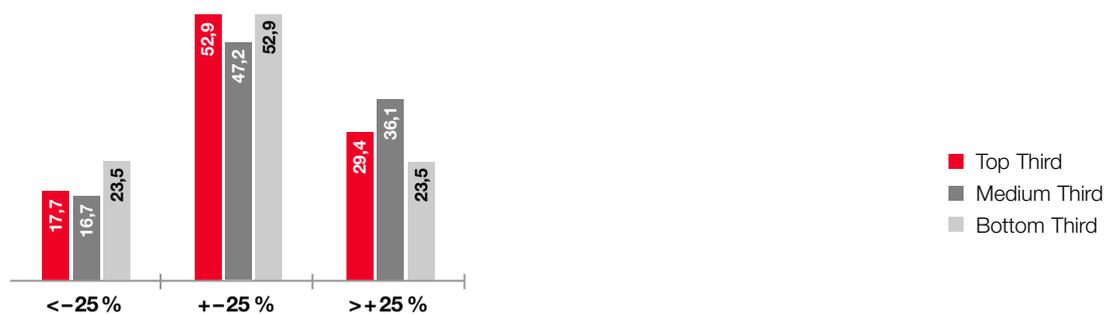
6.7 Zusammenhang von Corporate Governance und Ergebnistreue

Die von ergo befragten Unternehmen sind mehrheitlich (60,0 %) der Ansicht, dass sich hohe Corporate Governance Standards positiv auf die Validität der Planung auswirken und Unternehmen eher in der Lage sind, die Erwartungen des Kapitalmarkts zu treffen.

In Verbindung damit werden die Risiken, die mit einem Investment verbunden sind, bei Unternehmen mit hohen Corporate Governance Standards als geringer eingeschätzt.

GRAFIK 63: Zusammenhang zwischen Compliance (2004/2005) und der Abweichung von der Ergebnis-Konsensschätzung für 2004 in %

(Anteil der Werte je Gruppe)



Quelle: eigene Erhebung

Um dies zu überprüfen, haben wir die von den Unternehmen erzielten Ergebnisse je Aktie in den Jahren 2003 und 2004 mit den Konsensschätzungen der Analysten jeweils ein Jahr davor verglichen. Eine größere Zielgenauigkeit der Unternehmen mit herausragender Compliance oder Corporate Governance Kommunikation lässt sich in beiden Jahren nicht feststellen.

6.8 Fazit

Für einen Aktionär hätte es sich vor drei Jahren, also bei Initiierung des DCGK, nicht ausgezahlt, in seinem Portfolio die Unternehmen mit einer außergewöhnlich hohen Kodex-Akzeptanz und/oder mit einer ambitionierten, in positiver Weise auffälligen Corporate Governance Kommunikation überzugewichten. Dagegen hätte der Aktionär mit einer gezielten Investition in Unternehmen, die viele Abweichungen vom Kodex aufweisen und/oder in der Kommunikation eine unterdurchschnittliche Qualität an den Tag legen, eine deutliche Überrendite erzielt – und zwar um so höher, je mehr es den Unternehmen gelungen wäre, in den Folgejahren ihre Corporate Governance Standards zu verbessern.

Corporate Governance in Germany – A UK investor's view

*Gastbeitrag von Dr. Hans-Christoph Hirt, LL.M.,
Hermes Investment Management Limited*

Corporate Governance in Germany – A UK investor's view

Dr. Hans-Christoph Hirt, LL.M., Hermes Investment Management Limited

Abstract*

Seit den 90er Jahren hat Corporate Governance in Deutschland einen weiten Weg zurückgelegt. Hermes begrüßt die Entwicklungen, die sich auf der Regelungs- und Unternehmensebene vollzogen haben. Die kürzlich veröffentlichten Erweiterungen des DCGK, in deren Mittelpunkt die Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern und insbesondere des Aufsichtsratsvorsitzenden steht, sind ein weiterer Schritt in die richtige Richtung. Gleiches gilt im Prinzip für die Gesetzesvorlage zur Offenlegung von Vorstandsvergütungen. Darüber hinaus findet – wenn auch etwas im Hintergrund – eine wichtige Diskussion über die Arbeitnehmervertretung in Aufsichtsräten und das damit verbundene Thema der Aufsichtsratsgröße statt. Es bleibt zu hoffen, dass dies zu einer Modernisierung der Strukturen der deutschen dualen Unternehmensverfassung (Two-Tier-System) führt; zu einem gewissen Zeitpunkt wird dies überfällig sein.

Trotz dieser positiven Entwicklungen gibt es eine Reihe von Themen, die weiteren Diskussions- und Handlungsbedarf hervorrufen. Aus Sicht eines angelsächsischen Investors scheint es insbesondere an der Zeit, die langen Bestellperioden von Vorstandsmitgliedern und die damit verbundenen Abfindungsregelungen kritisch unter die Lupe zu nehmen. Die Erfahrung in Großbritannien zeigt, dass Probleme, die durch die derzeitige Praxis entstehen, durch Kodex-Empfehlungen behoben werden können. Aus unserer Sicht wäre wünschenswert, dass neue Kodex-Empfehlungen die Vertragslaufzeit auf ein Jahr begrenzen und Abfindungszahlungen auf die Summe eines Jahresgrundgehalts festlegen. Wäre das der Fall, könnten institutionelle Investoren Druck auf die Unternehmen ausüben, diesen Empfehlungen zu entsprechen – oder zumindest zu erklären, warum sie dies nicht tun. Nach angelsächsischer Best Practice hätten die Deutsche Börse AG und die mg technologies AG wahrscheinlich mehrere Millionen Euro gespart. Es ist daher im Interesse aller – der Unternehmen, ihrer Aktionäre und der Stakeholder – die Probleme anzugehen.

Bevor sich die Regierungskommission mit diesen Themen befasst, würde eine größere Transparenz hinsichtlich Vergütung und Abfindungsregelungen helfen, fragwürdige Regelungen aufzudecken. Insofern geht die Gesetzesvorlage zur Offenlegung der Vorstandsvergütung zwar in die richtige Richtung; sie fordert die Unternehmen jedoch nicht zur Veröffentlichung wichtiger Details der Vergütungspolitik auf – zum Beispiel, welche Bemessungsgrößen und Erfolgskriterien den performancebasierten Vergütungsbestandteilen und langfristigen Anreizmechanismen zugrunde liegen.

Das ist ein schwerwiegender Mangel der Gesetzesvorlage, da man ohne diese Informationen nicht beurteilen kann, ob die Vergütungssystematik auf effiziente Weise dafür sorgt, dass sich die Interessen des Managements an jene der Anteilseigner angleichen. Zudem ist es aus der Perspektive eines angelsächsischen Investors bedauerlich, dass der aktuelle Vorschlag keinen standardisierten und damit vergleichbaren Vergütungsbericht vorsieht und den Aktionären kein Mitspracherecht bei der Vergütungspolitik einräumt – wie es nach englischem Unternehmensrecht mit dem Advisory Vote vorgeschrieben ist. Dieses Mitspracherecht hat sich als wertvoller Hebel in der Diskussion über Vergütungsthemen mit den Unternehmen erwiesen. Wenn der Gesetzesentwurf in seiner jetzigen Fassung verabschiedet werden sollte, ist zu hoffen, dass diese fehlenden Aspekte als Ergänzungen des DCGK aufgegriffen werden.

* Der Abstract ist eine freie Übersetzung der Zusammenfassung von Seite 79f und nicht Bestandteil des autorisierten englischen Textbeitrags von Hermes Investment Management Limited.

Eine weitere Besonderheit deutscher Corporate Governance, die von der Regierungskommission bei ihren nächsten Schritten berücksichtigt werden sollte, ist die Tatsache, dass der Aufsichtsrat und indirekt der Vorstand von den Aktionären nur begrenzt aufgrund der gesetzlichen Regelung – durch Abwahl – zur Rechenschaft gezogen werden können. Beim Aufsichtsrat sind in diesem Zusammenhang auch die Bestellperioden und das Wahlverfahren ein Thema. Vor allem geht es jedoch in puncto Rechenschaft um die für beide Organe (in erster Linie den Aufsichtsrat, indirekt auch den Vorstand) entscheidende Frage, wie Aufsichtsratsmitglieder in angemessenen Fällen ihres Amtes enthoben werden können. Dabei sollte betont werden, dass allein schon die Möglichkeit zur Amtsenthebung von großer Bedeutung ist, unabhängig davon, wie oft davon Gebrauch gemacht wird. Die Erfahrungen in Großbritannien zeigen, dass eine Amtsenthebung in der Praxis äußerst selten vorkommt, obwohl das englische Recht eine solche einfacher macht als das deutsche. Die Möglichkeit zur Amtsenthebung erinnert den Aufsichtsrat fortwährend daran, dass er letztlich den Aktionären gegenüber verantwortlich ist.

Aufgrund der deutschen dualen Unternehmensverfassung erscheint das Erfordernis einer qualifizierten Mehrheit für die Abwahl von Aufsichtsratsmitgliedern besonders problematisch, weil dieser wiederum für die Ernennung und Abbestellung von Vorstandsmitgliedern verantwortlich ist. Wir empfehlen den Unternehmen daher, ihre Satzungen so zu ändern, dass zur Abwahl von Aufsichtsratsmitgliedern eine einfache Aktionärsmehrheit genügt. Eine entsprechende Empfehlung im DCGK würde helfen, die Abwahl mit einfacher Mehrheit als Best Practice zu etablieren.

Als angelsächsischer Investor, der Pensionsfonds zum größtmöglichen Vorteil der Pensionäre und Arbeitnehmer zahlreicher Unternehmen verwaltet, hegt Hermes die Hoffnung, dass die derzeitige Diskussion über ausländisches Kapital in Deutschland auf einer objektiven Ebene weitergeführt werden kann – auch im Vorfeld der möglichen Wahlen im Herbst. Letztlich profitieren die deutschen Unternehmen und ihre Aktionäre und Stakeholder, also Arbeitnehmer, Lieferanten und Kunden, von der Verfügbarkeit und der effektiven Allokation dieses Kapitals.

Introduction

Hermes Investment Management Limited (Hermes) is owned by, and is the principal fund manager for, the BT (British Telecom) Pension Scheme, the UK's largest. Hermes also manages portfolios for Royal Mail Pension Plan and over 200 other clients including many major pension schemes. In total, Hermes manages approximately £52/€75 billion (31 March 2005).

Hermes has been a leader in the corporate governance debate and shareholder engagement work in the UK for many years. More recently, Hermes has built up a European corporate governance team, which is in the process of rolling out the successful approach Hermes has taken in the UK across Europe. The dedicated corporate governance team at Hermes now comprises twelve people and includes nationals of the UK, key European markets and Asia. In addition to the corporate governance work which is carried out across all equity investments, Hermes manages so-called Focus Funds. These invest in underperforming companies that are fundamentally sound and aim to achieve outperformance by using shareholder rights to address strategic, financial or governance issues, thus creating value for our clients.

In this article, the author, who is responsible for Hermes' corporate governance activities in Germany, briefly considers the rationale for corporate governance work. Subsequently, the corporate governance activities which Hermes carries out on behalf of its clients are outlined. Then, in the main part of this article, a number of German corporate governance topics are discussed. In this part, the author also reviews and assesses recent amendments of the German Corporate Governance Code (GCGC) and legislative developments regarding the disclosure of remuneration.

1. Corporate governance activities at Hermes

There are two principal reasons why it is important for a fund manager investing money on behalf of UK pension schemes to get involved in corporate governance work. Firstly, in the UK, it is the responsibility of pension scheme trustees to ensure 'good ownership' of the companies in which their scheme's funds are invested. Somewhat simplified, this responsibility requires taking an active interest in investee companies and if necessary intervene in an appropriate way. This task is generally delegated to the fund manager. The obligation to act as 'good owner' principally stems from a statement of principles setting out the responsibilities of institutional shareholders and their agents that was published in 2002 by the Institutional Shareholders' Committee as a response to a critical review of the area. This statement is referred to in the UK's Combined Code which contains not only principles companies should comply with but also a section setting out guidance for institutional investors. Trustees of pension schemes are also subject to certain legal requirements in relation to the corporate governance of investee companies.

Secondly, corporate governance work may not only preserve but actually create value for clients. Hermes' corporate governance activities are founded on a fundamental belief that companies with active, interested and involved shareholders are more likely to achieve superior long-term financial returns than those without. In a paper Hermes published in 2004 (*Corporate Governance and Performance*¹), we reviewed the findings of research and other evidence for a link between corporate governance and performance. We concluded that the research supports our view that both ensuring compliance with certain corporate governance standards and active ownership or engagement by investors may improve the performance of investee companies. Put differently, the research reviewed broadly confirmed our belief that other things being equal, companies with active, interested and involved shareholders tend to outperform those with passive shareholders and will therefore deliver superior returns. Accordingly, acting as an active shareowner, who engages with investee companies, rather than as a shareholder, is central to the corporate governance work at Hermes.²

For the reasons set out, and given the fact that a significant portion of our clients' investments is in index-tracking portfolios, Hermes places great emphasis on engagement with companies. The fact that Hermes is ultimately owned by the BT Pension Scheme, and thus independent of any broader financial services group, means that it is protected from most conflicts of interest and allows it to pursue a unique investment management approach. In particular, and in line with the needs of other long-term investors, Hermes is in a position to adopt a long-term strategy regarding its investments. This facilitates a credible dialogue with investee companies as an essential part of our engagement programme. This, however, is just one aspect of the corporate governance activities at Hermes. Somewhat simplified, our corporate governance work takes place at three different levels:

1. Statement of policy and promotion of best practice;
2. Monitoring performance and voting;
3. Engagement with specific companies.

The main activities at each of these levels are discussed in more detail in the following sections.

1) Available at: www.hermes.co.uk.

2) See *Shareholder or Shareowner?*, available at: www.hermes.co.uk.

1.1 Statement of policy and promotion of best practice

Statement of policy

If companies are to be expected to deliver long-term shareholder value, their owners, or the owners' agents, must be clear about the expectations they have regarding the companies' behaviour. Hermes has a clear and comprehensive view of good corporate governance, set out in the Hermes Principles and in our corporate governance guidelines,³ which is communicated both privately to investee companies and to the general public.

Hermes Principles

Our basic expectations of companies are set out in the Hermes Principles. These describe what we believe are the necessary management disciplines that an investor would expect to find in a company dedicated to long-term shareholder value. As such, they are sometimes regarded as a type of 'business rules' book. Although other fund managers have produced corporate governance guidelines, very few have produced a document, which focuses on the management disciplines in finance, strategy and organisation that are needed to create shareholder value. The Hermes Principles guide our approach to monitoring, voting and engagement. It is in pursuit of these principles that Hermes defines and implements its corporate governance guidelines.

Corporate governance guidelines

Hermes first set out its corporate governance policy in 1990 and has published updated statements reflecting changes in best practice in regular intervals thereafter. Until the beginning of this year, Hermes has had two sets of corporate governance guidelines, one for the UK and a high level one for the rest of the world. In January, Hermes withdrew its UK guidelines lending its support unequivocally to the principles set out in the revised Combined Code and recognising that companies in the UK are now subject to far too many corporate governance guidelines.

We are currently updating our international corporate governance guidelines. Given our growing experience and expertise in a number of key markets, we are working on a corporate governance document that will include a set of global principles and regional principles for key markets. The former will be based on the Statement on Global Corporate Governance Principles issued by the International Corporate Governance Network (ICGN) and set out our view on many of the most important corporate governance issues making it clear what we expect from companies regardless of their domicile. The latter will explain which local corporate governance codes or guidance we support and to what extent in the key markets.

Recognising that local corporate governance practice reflects the particular financial and legal environment in which companies operate, we generally endorse the recommendations and suggestions set out in the leading national code or guidance, such as the GCGC. However, some of the local codes, including the GCGC, do not sufficiently cover all issues we regard as important or we take a different view on particular points. In the regional principles, we will therefore cover additional issues, which may be specific to particular countries or regions, emphasise certain points or set out our preferred approach in respect of particular matters.

Together with the Hermes Principles, our corporate governance guidelines are the basis for our engagement with investee companies. They explain the concepts underlying our engagement on corporate governance issues and describe what we expect from companies. We apply our corporate governance guidelines pragmatically and with thought. In particular, due consideration is given to the specific circumstances of individual companies, including the financial and legal environment in which they operate. Most significantly, in the spirit of the now widely adopted 'comply or explain' approach, we

3) Available at: www.hermes.co.uk.

encourage companies to comply with our guidelines or to explain their reasons for non-compliance. Our flexible approach is consistent with the overriding objective of our engagement approach, namely, maximising long-term returns for our clients.

Hermes puts considerable effort into communicating its corporate governance policy. We have sent the Hermes Principles and corporate governance guidelines to all UK and many overseas investee companies. Moreover, Hermes is always available for consultation by companies on an ad-hoc basis and in the UK we are frequently asked for our views on issues relating to board composition and remuneration. In addition, Hermes representatives speak frequently at seminars and conferences and we also host our own annual corporate governance conference.

Promotion of good practice

There are many public policy issues that affect shareholder rights and interests. By getting involved both publicly and behind the scenes, Hermes is trying to ensure that these issues are fully debated and understood by regulators and legislators. We consider the general promotion of shareholder rights and interests with the objective of ensuring the best backdrop for our corporate governance activities as an important part of our work.

Promoting good practice includes participation in corporate governance related reviews and submissions to committees and government agencies undertaking public consultation, as well as ad-hoc communication with Code Commissions and government officials in key markets. In the UK, a number of Hermes' corporate governance policies are now incorporated in the Combined Code. At the European level, we have participated in the formulation of the Corporate Governance Action Plan and the Transparency Directive. Currently, we are providing input at the drafting stage of the Directive on Shareholder Rights. Furthermore, Hermes is an active member of the ICGN and as such is involved in creating global best practice guidelines for stock lending and on remuneration. Recently, we have also participated in the revision of the OECD's corporate governance principles.

1.2 Monitoring and voting

Hermes places great emphasis on exercising its clients' ownership rights in all investee companies with the objective of preserving the value of or adding value to the shareholdings. As such, the dedicated corporate governance team at Hermes monitors not only the corporate governance arrangements, but also the performance of investee companies in the key markets throughout the year and, if necessary, intervenes in an appropriate way. We believe that it is of great importance to understand fully the companies we invest in on behalf of our clients not only from a financial but also from a corporate governance perspective. This is particularly so when it comes to exercising voting rights. During the shareholder meetings season, the corporate governance team therefore analyses the annual report and accounts and other circulars of all UK and continental European investee companies prior to deciding how to exercise voting rights, consulting the responsible fund manager if required. These documents are reviewed comprehensively against the Hermes Principles and our corporate governance guidelines. This includes consideration of all voting issues, in particular the levels of independence of the board of directors and the appropriateness of the remuneration policy and payments. In addition, we use independent proxy research, as well as research on specific SRI issues, to inform our voting decisions. Hermes regards the exercise of voting rights as very important and submits votes at over 3,000 annual and extraordinary meetings on behalf of its clients a year.

Hermes exercises its clients' votes pragmatically applying corporate governance guidelines flexibly, taking both market and company specific circumstances into account. Ideally, we would wish to vote in favour of all management resolutions. Therefore, in the UK and continental Europe and where practicable, other regions, if we are inclined to vote against management proposals, we will first contact the company to see if we can resolve

the difficulty. If the company is unable satisfactorily to explain or change its position, we will vote against and write to the company's board of directors to explain our action and seek a resolution of the problem for the future. At all times, the purpose of the vote is to achieve beneficial change in a company's behaviour, not simply to register dissatisfaction. If there are particularly serious breaches of good corporate governance practice, or we have long-standing concerns, which we believe will affect a company's long-term prospects, it will be considered as a candidate for more intensive intervention, which we refer to as engagement.

1.3 Engagement with specific companies

There are many reasons for an engagement with an investee company. All are based around the need to create long-term shareholder value or prevent value destruction. Some derive from a concern about a company's corporate governance arrangements, which make it less accountable and responsive to shareholders, others involve a breach of the Hermes Principles. All engagements are considered relative to a screening process that assesses both the financial and the corporate governance history of the company. Where the issue to be raised with a company is relatively limited in scope, or where it relates to a concern, which is primarily to do with corporate governance arrangements, our dedicated corporate governance team together with the responsible fund manager carries out the engagement. Where we are raising more strategic issues, or challenging fundamentally the structure or financing of the company, we draw upon the resources of our Focus Funds in addition to those of our core corporate governance team.

Engagements take place in relation to investee companies in any jurisdiction, though the greater part of our effort is focused on our clients' largest holdings in the UK and continental Europe. Most engagements take place over a long period of time (two to three years), they are highly iterative, require constant co-ordination, and rarely result in public disclosure. Indeed, Hermes always seeks a private dialogue with the company and acts at all times as befits the owner of the company. Usually the dialogue begins with the chief executive officer and extends to the chairman, other executives, and the senior and other independent non-executives as appropriate. The precise interactions depend on the issues and the company concerned. However, in all cases we aim to be honest and open with companies about the nature of our discussions and seek to keep communications we have with them private while they are proving constructive, or until the engagement is complete.

Engagement with companies is costly both in terms of the type and amount of resource which it requires. In order to meet that cost, and to demonstrate the effectiveness of its engagement work, Hermes, as the first major institution, established so-called Focus Funds, which now cover the UK and continental Europe. Through the Focus Funds, the cost of and returns from engagement with companies is effectively shared between all of the funds' investors. The Focus Funds seek out companies in need of shareholder engagement, where they believe that this will create significant outperformance in the companies' shares going forward. They then, prior to an engagement programme, invest in these companies. As the engagement is designed to generate long-term value for shareholders, the share price of the investee companies should rise relative to the market, if it is successful. This formula, investment prior to engagement, has proved successful, creating considerable added value for the funds' investors and for other investors in the company concerned.⁴ Moreover, the skills and experience of the Focus Fund personnel contribute to Hermes' unique and unrivalled resource for company engagements across all our clients' equity holdings. It should be emphasised that Hermes, including the Focus Funds, adopts a relational approach in all its engagements. As such, our engagement programmes are different from those of 'raider activists' and do not involve greenmailing or micro-management of companies.

4) For further information, see: www.hermes.co.uk.

Working together with other shareholders and if appropriate promoting our common interests is of great importance for effective engagement work. Indeed, it is the disparate nature of shareholdings that generates a lack of incentive for better engagement. In all our engagement activities, we recognise that even combining all our clients' interests, we still have a small share in any company's equity and will be more effective, if we coordinate our views with those of other shareholders – always taking into account the local law and regulations governing such contacts.⁵ We were founders of the Global Institutional Governance Network and of the UK's Corporate Governance Forum. We are recognised as one of the leading participants in the ICGN and are active participants in a number of UK bodies, including the National Association of Pension Funds. In all our engagement activities we use these organisations and a network of informal contacts with other fund managers to coordinate activities in Europe and worldwide.

1.4 Equity Ownership Service (EOS)

A dedicated corporate governance team is required to carry out the activities described above. The size and quality of the resource which Hermes devotes to corporate governance are unrivalled. The core corporate governance team consisting of twelve members is believed to be the largest of any fund manager in the world. The support of the larger Hermes organisation, including the Focus Funds, provides important support to the core team. Altogether, we have around 45 staff of different nationalities focused on corporate governance and engagement work. These include lawyers, former company directors, investment bankers, strategists, accountants, PR professionals and fund managers.

In our view, it is not possible or indeed sensible for every fund manager to build up and maintain a corporate governance resource similar to that of Hermes. Recognising that this may leave a vacuum in the governance chain between fund managers and the directors of investee companies, Hermes introduced its Equity Ownership Service (EOS) in 2004. EOS is based on the corporate governance services, which Hermes provides to the BT Pension Scheme, and makes them available to other pension schemes, independently from the fund management mandate. As such, EOS provides other pension schemes access to a unique corporate governance resource built up over the last 15 years. By subscribing to EOS, trustees of a pension scheme can ensure that corporate governance activities, including the exercise of ownership rights, such as voting, and engagement work are carried out consistently and effectively across all of the scheme's equity holdings, regardless of who is the underlying fund manager. EOS thus helps those responsible for a pension scheme to meet their obligations as owners and preserves or adds value for the scheme members. In short, by sharing in the EOS resource, pension schemes have an unrivalled opportunity to add value, cost effectively, to their equity portfolios.

Over the last few years the European corporate governance team at Hermes has paid much attention to developments in Germany. In the following part of this article, it is therefore proposed to discuss a number of German corporate governance topics from the perspective of a UK investor. This includes a brief review and assessment of recent amendments of the GCGC and legislative developments regarding the disclosure of remuneration.

2. Topics in German corporate governance

As a result of legislative intervention, self-regulation, and in certain areas a combination of both, corporate governance in Germany has come a long way since the 1990s. The introduction of the GCGC in particular has done much to advance the debate of corpo-

⁵ At Hermes, together with our local advisers, we constantly monitor legal and regulatory developments governing contacts between and activities of shareholders in the key markets.

rate governance and encourage better practice in Germany. From our perspective, it is interesting to note that the GCGC is implemented in the regulatory system in a rather different way than the Combined Code in the UK.⁶ The main difference concerns the means by which disclosure in respect of compliance with the respective code is ensured. In the UK, the requirement for a company to include a statement in its annual report and accounts as to whether or not it has complied throughout the accounting period with the principles set out in the Combined Code is set out in the Listing Rules issued by the UK Listing Authority. As such, the Combined Code has no direct statutory basis. In contrast, in Germany, the declaration of compliance is required under § 161 of the Aktiengesetz. Initially, some commentators regarded the German approach as problematic, for example, in respect of liability for non-compliance and the compliance declaration. In practice, although the basis of the disclosure requirement in Germany is rather different from that in the UK, the German approach seems to work well.

Hermes generally endorses the recommendations and suggestions of the GCGC. We thus encourage German investee companies either to comply with the GCGC or to explain their reasons for non-compliance. However, the GCGC does not sufficiently cover all issues we regard as important or is not demanding enough on certain points. Some of these are discussed in the following sections. Interestingly, many of the basic shareholder rights, for example, calling of an extraordinary meeting of shareholders, requesting the inclusion of additional agenda items at a meeting that has already been called, making counter motions, initiating special audits, and – if proposed reforms in both jurisdictions become law – pursuing liability claims,⁷ are broadly similar in the UK and Germany.⁸ Furthermore, there are areas where shareholders of German companies are in a stronger position or at least are provided with more clearly defined rights than their counterparts in the UK, for example, in relation to obtaining information at shareholder meetings and initiating legal proceedings to challenge resolutions. In other respects, shareholders in the UK are in a better position, for example, the board of directors is more directly accountable to shareholders, as a simple majority of shareholders can remove a director at any time with or without cause.⁹ Moreover, corporate governance work in the UK is facilitated by the type of shares normally issued and related shareholder rights. For instance, given that companies in the UK generally have registered shares, rather than bearer shares, as in Germany, and that there are mechanisms for investors to identify the company's other shareholders, it is easier for shareholders to have discussions and, if necessary, to work together on certain issues. Overall, however, many of the basic shareholder rights are remarkably similar in the UK and Germany.

In this part of the article, the author deals with a number of topical issues in German corporate governance. The focus is on various issues related to the supervisory board, particularly the independence of its members, and remuneration, with an emphasis on the effect of long contract periods and generous severance arrangements and the proposed bill on disclosure.

2.1 Supervisory board

2.1.1 Independence of individual members and chairman

Generally speaking, supervisory board members, who are in a position to exercise objective judgment, free of any external influence, are best positioned to successfully control a company's management board in a way that ensures the creation of long-term share-

6) See generally H-C Hirt, 'The German Corporate Governance Code: Co-determination and corporate governance reform' (2002) 23 *Company Lawyer* 349, 353.

7) See H-C Hirt, *The Enforcement of Directors' Duties in Britain and Germany: A Comparative Study with Particular Reference to Large Companies* (Frankfurt a. M.: Peter Lang, 2004).

8) At Hermes, we constantly monitor developments on shareholder rights in key markets together with our local legal advisers.

9) Section 303 Companies Act 1985.

holder value. Hermes, therefore, encourages the appointment of a significant number of candidates that are likely to be able to exercise such independent judgment. There are different ways to identify such candidates. Many national corporate governance codes contain definitions of independence setting out factors against which candidates are assessed. Where a definition of independence is provided in a national code, it is generally based on and reflects the characteristics of the local financial and legal environment. Definitions thus vary from jurisdiction to jurisdiction.

Definition of independence

Pursuant to the definition of independence in the UK's Combined Code, a director is assumed to be dependent if he or she is currently or has been an employee of the company within the last five years, has or has had a material business relationship with the company, has close family ties with any of the company's key personnel, holds cross-directorships, or represents a significant shareholder.¹⁰ In essence, in order to be regarded as definitionally independent pursuant to the Combined Code, a director should be free from any business or other relationship with the company that could materially interfere with the exercise of his or her independent judgment. According to this definition, many of the members of German supervisory boards, including all employee representatives but also bankers, cannot be regarded as independent.

Hermes does not believe that the Combined Code's definition of independence should or needs to be universally applied. Moreover, definitional independence in itself does not guarantee that board members will exercise objective judgment in the interests of the long-term shareholders when required. The most important issue is whether a significant number of members of the board can be regarded as 'independent minded', which we consider to mean that they will exercise objective judgment in the best interests of the long-term shareholders as a whole in all circumstances, regardless of the consequences which such judgment may have for them personally. Definitional independence according to national or international codes and guidance may, of course, be an important indicator of such independence of mind. As such, it is a significant consideration when assessing whether board members are independent minded as defined. For this reason, Hermes welcomes the recent amendment of the GCGC regarding the independence of members of the supervisory board, which is based on recent international developments in corporate governance, in particular at the European level.

Recommendation in GCGC

The recommendation in the GCGC that the supervisory board should include what it considers an adequate number of independent members¹¹ implements a key aspect of the EU Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors.¹² Unfortunately, the short definition of independence in the GCGC, basically suggesting that a supervisory board member should be regarded as independent if he or she has no business or personal relations with the company or its management board, which could cause a conflict of interests, appears somewhat incomplete. It deviates from the generally accepted international standard of independence regarding relations or connections of board members to major shareholders. Whereas under the international standard an independent director must be independent of the company, its senior management and major shareholders, the definition in the GCGC does not seem to require the latter. Although we recognise that given the relatively high degree of ownership concentration, a definition of independence following the international standard may be more difficult to operate in the German corporate governance context, we are concerned about the definition adopted. This concern is based on our belief that independent minded supervi-

10) Combined Code, A.3.1.

11) GCGC, section 5.4.2.

12) See Commission Recommendation of 15 February 2005 on the role of the non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board (L 52/51).

sory board members are more likely to control a company in a way that ensures the creation of long-term value for all shareholders. For this reason, we believe that a significant number of supervisory board members should be independent from major shareholders.

Hermes thus encourages companies to comply with the recommendation in the GCGC and to appoint a significant number of independent minded supervisory board members who are likely to exercise objective judgment, as they are generally best positioned to successfully discharge their responsibilities and functions, thus ensuring the creation of long-term shareholder value. To address the point made above and to generally facilitate the appointment of suitable candidates, there should be full disclosure of any factors to be taken into account when making the assessment of independence upon nomination, including any relations or connections to major shareholders.

Chairman

In the majority of DAX companies the supervisory board chairman is now the former chairman of the management board. There may, of course, be good arguments for appointing the former chairman of the management board, not least that he or she will have an in-depth knowledge of the company. Indeed, the practice may be defensible in cases where the chairman of the management board is particularly well qualified to fulfil the role of chairman of the supervisory board and provided that the overall independence of the supervisory board is ensured so that it can effectively discharge its monitoring and control function. However, we believe that there are a number of cases where the appointment of the former chairman of the management board cannot be justified on these grounds.

Therefore, we welcome the recent amendment of the GCGC introducing a recommendation that it should not be the rule for the chairman or another member of the management board to become supervisory board chairman, or chairman of a supervisory board committee, and requiring that if this is intended, special reasons should be presented to the shareholder meeting.¹³ In our view, the reasons should include in particular the qualifications of the relevant person in this regard.

2.1.2 Composition and size

In Germany, there is a long tradition of employee representation at the supervisory board level. Hermes, as an institutional investor, champions the need for boards to be fully accountable. In most jurisdictions this requires greater oversight by shareholders of the company's long-term value generation. Creating such value involves managing relationships with the company's stakeholders, including employees, and where appropriate taking their interests into account. In our view, this is a model likely to create benefits for all stakeholders in the long-run.

Therefore, supervisory board members should generally be chosen on the basis of their ability to carry out their responsibilities and functions in a way that ensures the creation of long-term value. In our experience, independent board members, as defined above, are more likely to discharge this task effectively. Hermes recognises that employee representation at the supervisory board level is a requirement under German legislation for most large companies and, as such, the issue is not under the control of individual companies. Moreover, it need not be a major impediment to creating accountable boards. However, the ongoing discussion and critical review of the requirement,¹⁴ which is related to the issue of board size, is to be welcomed.

13) GCGC, section 5.4.4.

14) See, for example, *Mitbestimmung Modernisieren – Bericht der Kommission Mitbestimmung* (November, 2004) published by the Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände (BDA) and the Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI).

Although it is important that supervisory boards have a sufficient number of experienced and appropriately skilled and diverse members, companies should ensure that the size of their boards does not render them unwieldy. The ideal size of a supervisory board varies from company to company. In the interest of procedural efficiency, Hermes asks companies to ensure that their supervisory boards are of an appropriate size, taking into account legal requirements.

2.1.3 Accountability

The election and re-election of supervisory board members is the principal mechanism for shareholders to hold them to account. To ensure individual accountability, Hermes has long argued that members of the supervisory board should be elected separately. The recent amendment of the GCGC, which now recommends that elections to the supervisory board should be made on an individual basis, is to be welcomed.¹⁵ The election of all members of the supervisory board should normally occur on the same date and for the same period. Although there may be good reasons for different dates and periods, we are critical of the statement in the GCGC on this point, as it seems to encourage generally election at different dates and for different periods.¹⁶ Going forward, we would welcome a recommendation in the GCGC to the effect that appointments of supervisory board members should not normally be for periods of more than one year. However, we recognise that there may be good reasons for longer appointment periods and will consider the issue pragmatically. As such, if it is intended to make appointments for longer periods, companies should explain the reasons for doing so to the shareholder meeting.

The right to remove members of the supervisory board, though rarely used and rightly regarded as the last option, acts as an important reminder to them that they are ultimately accountable to shareholders. However, to be effective, the possibility of being removed must be realistic. As such, it should be possible for a simple majority of shareholders to trigger the right at a shareholder meeting. Requiring a qualified majority, such as 75 per cent, for the removal of members of the supervisory board, as § 103 I of the Aktiengesetz does, may insulate the members of the supervisory board from the shareholders and thus render them unaccountable. Under the German two-tier system, members of the management board are only indirectly accountable to shareholders via the supervisory board and hence insulated from direct removal. In this structure, a 75 per cent majority requirement for the removal of members of the body responsible for the appointment and removal of the management board members seems particularly problematic and unjustified. It should be noted that § 103 I of the Aktiengesetz explicitly envisages that companies provide in their articles of association for a simple majority requirement for the removal of members of the supervisory board.

Hermes generally encourages companies governed by legal systems that do not allow the removal of directors, or supervisory board members in a two tier structure, by a simple majority of shareholders to consider providing such right through an amendment of their articles of association. We welcome the adoption of a provision to that effect by a number of German companies in their articles of association. Experience in other European countries, most notably the UK, where the law provides a simple majority of shareholders with the right to remove members of the board of directors at any time with or without cause, shows that this somewhat drastic step is rarely taken in practice. However, the possibility of removal by a simple majority of shareholders acts as an important reminder to the members of the board of directors that they are ultimately accountable to the shareholders. For these reasons, we encourage German investee companies in particular to provide in their articles of association for the removal of members of the supervisory board by a simple majority of shareholders. Going forward, this practice could be recommended or at least suggested in the GCGC.

15) GCGC, section 5.4.3.

16) GCGC, section 5.4.6.

2.2 Remuneration

Remuneration is a further issue that Hermes campaigns on actively, both in private with investee companies and publicly. In our experience, discussions about remuneration of executive members of the board of directors generally focus on the ‘how much’ question, that is, on specific amounts paid rather than the policies underlying particular packages. This is unfortunate because the principal issue for long-term investors is not how much is paid to directors, but simply whether remuneration is adequate to recruit and retain appropriately qualified managers and to incentivise them to deliver long-term shareholder value.

Thus, focusing on the policies underlying remuneration is an important step forward in the discussion about remuneration. However, in order to assess whether the remuneration policy of a particular company is sensible, it is at least as important to understand its context, that is, the specific circumstances of the company and the market it operates in. Investors should in effect regard a company’s remuneration policy as a part of its business strategy. As long as investors fail to understand the context of remuneration policies, or are unwilling or unable to obtain the relevant background information, any analysis of remuneration lacks a crucial input. At Hermes, with a dedicated corporate governance team, we are in a position to review the context of remuneration policies of investee companies and to assess both policies and packages on the basis of such analysis.

2.2.1 General principles

Leading institutional investors in the UK broadly agree on the principles that should underlie sensible remuneration policies. To begin with, it is generally agreed that the question of ‘how much’ a particular director can earn in a specific period is not a matter that should be prescribed. However, since the remuneration of directors creates a direct conflict of interest between the company’s management and its owners, it is generally accepted that certain issues, for example, what information about the remuneration of directors should be disclosed to shareholders, need to be regulated in some form.

Remuneration policies should facilitate the recruitment and retention of appropriately qualified directors and align the interests of the company’s management and its owners by establishing a clear link between reward and performance. There is broad agreement on the fundamental principles that should underlie sensible remuneration policies. Fixed and performance-related components of remuneration should be appropriately balanced. The level of remuneration should be set by reference to relevant benchmarks taking into account the experience, expertise and responsibilities of the directors concerned. Performance-related remuneration should align the interests of the company’s management and its owners as far as possible. It should therefore be linked to challenging performance criteria. These should normally include a relative component that allows measurement against a comparator group or other relevant benchmark. Retesting, that is, the variation of performance criteria governing the vesting of long-term incentives, including share options, should be limited to truly exceptional circumstances and subject to shareholder approval. Although investors in the UK and Germany are likely to agree on appropriate remuneration policies, it should be borne in mind that they operate in very different regulatory environments.

2.2.2 Different regulatory approaches in the UK and Germany

The regulatory approach to remuneration of members of the management board in Germany is at least in one respect fundamentally different from that in the UK where it is generally accepted that the pay level is a matter for negotiation between the company and its directors and, as such, should not be prescribed. In Germany, the *Aktiengesetz*¹⁷ stipulates that the supervisory board should in determining the aggregate remuneration of any member of the management board ensure that it bears a reasonable relationship to the duties of such member and the situation of the company.¹⁸ As such, from a legal perspective, the issue is not whether the remuneration of members of the management board should be limited in any way, but how the limit implicit in the law is to be defined in particular circumstances. In practice, largely as a result of the difficulty of defining the appropriate or reasonable level of remuneration, the provision seems to have proved rather ineffective.¹⁹

Apart from the obvious practical difficulties of a provision that sets a flexible limitation of remuneration, it is difficult to understand why such a provision should be required in Germany. Given the two-tier structure of large German companies, the problem that members of the board of directors sit on different sides of the table – representing the company's interests on one side and their own interests on the other side – when the remuneration is set, does at least in theory not arise. A factor that could explain the difference in the regulatory approach in the UK and Germany is the typical ownership structure of companies. Clearly, a different regulatory approach may be required for companies with dispersed ownership as opposed to companies with block-shareholders. Remuneration may be used in relation to the former as a mechanism to align the interests of the company's management and its shareholders. Such alignment is a lesser concern where there are block-shareholders, who can exercise significant influence over the management through their ownership rights. However, on the basis of this analysis, a limitation on remuneration would seem more necessary in a system where companies typically have dispersed ownership, as in the UK, rather than block-shareholders, as – at least traditionally – in Germany.

However, given the practical difficulties, the provision in the *Aktiengesetz*, which limits remuneration to a reasonable level, is of little practical relevance. Moreover, the regulatory systems in both the UK and Germany seem to be converging, particularly if the proposed bill on the disclosure of remuneration, discussed briefly in a later section, is implemented in Germany. Hence, in this article, the focus is neither on the level of remuneration in Germany, nor on the important question of how members of the management board should be remunerated. Instead, one issue that has given particular reason for concern over the last couple of years or so, namely the effect of long contract periods and generous severance arrangements, is discussed, before the bill on the disclosure of remuneration is briefly considered.

2.2.3 Contract periods and severance arrangements

Hermes has argued for a long time that contracts of executive board members should not normally be for periods of more than one year. Longer periods not only reduce the accountability but may lead to significant liabilities of the company, if the employment needs to be terminated before expiry of the contract. Moreover, contractual severance pay should not exceed the equivalent of one year base salary and be subject to mitigation. There may, of course, be good reasons why initial contracts need to be longer than one

17) § 87 I *Aktiengesetz*.

18) On this provision, see H-C Hirt 'Regulation of Directors' Remuneration: The German Approach, the DTT's Consultation Paper and the 'Way Forward' (2004) 15 *International Company and Commercial Law Review* 154, 155-156.

19) U Hüffer, *Aktiengesetz* (Beck, 6th edn, 2004), § 87 note 2.

year. However, initial contracts, which for recruitment purposes run for more than one year, should revert to one year contracts after that period. Finally, contracts of directors should not normally make special arrangements for a change in the control of the company or equivalent corporate event.

In Germany, the current practice falls well short of the principles outlined which are widely accepted in the UK. We are particularly concerned about the consequences of initial contract periods of three years or more. Contracts for such long periods may prove very costly when they need to be terminated before expiry. In this regard, we are critical of the relevant provision of the GCGC, which states that for initial appointments the maximum period of five years²⁰ should not be the rule.²¹ This recommendation does not adequately address the important issue and is unlikely to promote better practice going forward.

Two recent examples show the problems that are caused by the practice of having long contract periods and/or generous severance arrangements. The former chief executive officer of Deutsche Börse AG, Werner Seifert, ousted earlier this year following the pressure of a coalition of shareholders, reportedly earned no less than €10million upon his departure,²² even though his contract expired in a little bit more than a year. Apparently his contract contained a clause guaranteeing him a payment of at least three times his aggregate annual salary in the case of his dismissal without cause.²³ Similarly, the former chief executive officer of MG Technologies AG, Udo Stark, who left the company after a battle with the company's supervisory board last year, was – under a five year contract – entitled to a payment of €6.4million.²⁴ The former was one of the largest pay-offs in German corporate history. Given the comparatively small market capitalisation and the circumstances of Udo Stark's departure,²⁵ the payment at MG Technologies AG is equally concerning.²⁶ Both cases show how expensive it can be to change personnel if contracts are for long periods and/or contain generous severance arrangements. It has been questioned whether such payments fall foul of the provision in the Aktiengesetz requiring that aggregate remuneration is reasonable.²⁷ At the very least, they demonstrate the need for further disclosure requirements regarding remuneration, including severance arrangements, which would ensure that shareholders are in a position to detect questionable practices and to calculate in advance the costs of such changes in personnel.

In the UK, the first corporate governance issue on which Hermes took a highly public stance in the 1990s was the practice of awarding so-called rolling three-year contracts to directors and the problems that caused. At the time such contracts were the norm. Following a highly successful campaign led by Hermes, successive corporate governance committees recommended first a reduction of contract periods to two years and most recently limiting contracts to periods of not more than one year. The experience in the UK suggests that introducing recommendations to the effect that contracts should not normally be for periods of more than one year and that severance pay should not exceed the equivalent of one year base salary, combined with pressure of institutional investors on companies to comply with such recommendations or explain non-compliance, may

20) § 84 I Aktiengesetz.

21) GCGC, section 5.1.2.

22) See *Financial Times*, 12 May 2005, p. 21.

23) *Börsen-Zeitung*, 4 June 2005, p. 6.

24) At the company's AGM, the chairman explained that this sum consisted of Stark's fixed annual salary until the end of the contract in 2008 and pro-rated variable pay for 2004. Those familiar with MG Technologies AG know that Stark's predecessor, Kajo Neukirchen, left in 2003, also before the expiry of his contract, with a reported pay-off of approximately €13million.

25) According to reports in the press, two legal opinions suggested that the supervisory board could have dismissed Stark without notice for cause, thus avoiding payment of the contractual severance payment.

26) Interestingly, shareholders withheld discharge from Udo Stark at the AGM in June this year. See *Börsen-Zeitung*, 8 June 2005, p. 11.

27) *Börsen-Zeitung*, 2 June 2005, p. 6 and 4 June 2005, p. 6.

very effectively address the important issue. Indeed, in the UK, one year contracts are now the norm. Before this important issue is tackled by the Code Commission, greater transparency regarding severance arrangements, as proposed under the bill on the disclosure of remuneration, would at least highlight any questionable practices.

2.2.4 Bill on the disclosure of remuneration

The German justice minister had threatened legislative intervention for a while, unless 80 to 90 per cent of the Dax companies complied with the GCGC's recommendation for individual disclosure of remuneration in the 2004 reporting season. When it became clear in March that only approximately two thirds of Dax companies would disclose the remuneration of individual management board members, the government presented a draft bill on the subject. Even though we are generally in favour of self-regulation, the experience in the UK suggests that remuneration disclosure is an area where legislative intervention may be required and helpful. Indeed, even those that were initially critical of the remuneration legislation now generally concede that the law has improved accountability regarding the remuneration of members of the board of directors.

The German bill on the disclosure of remuneration, presented in March,²⁸ is similar to the UK's Directors' Remuneration Report Regulations in 2002²⁹ in that it requires individualised disclosure of the main components of remuneration (fixed, performance-related and long term incentives³⁰). Under the provisions of the most recent draft, pension entitlements and severance arrangements would also need to be disclosed.³¹ However, under the proposed law companies would not be required to provide details regarding performance-related remuneration and long-term incentives, such as basic parameters, performance criteria and other conditions on which such pay depends. As such information is essential for an assessment of the effectiveness of these remuneration components as a mechanism to align the interests of the company's management and its owners, this is a serious shortcoming. Moreover, in contrast to the UK law, the bill does not provide for an advisory vote on the remuneration policy. In the UK, the introduction of such a vote has proved valuable as it provides an extra lever in discussions about remuneration. Hence it seems regrettable that shareholders in Germany would not be granted a similar right. Furthermore, the German bill contains the possibility of opting out of the legal disclosure regime. This would require the support of 75 per cent of the capital present at the relevant shareholder meeting. As such, the opting-out clause at least potentially allows companies – most likely to be those with significant block-shareholders – to avoid complying with the disclosure requirements. This seems unhelpful.

The German bill on the disclosure of remuneration may be passed through Parliament this session – possibly becoming law before the end of the year. Although it implements one important aspect of the EU Commission Recommendation on remuneration,³² namely individualised disclosure, it falls well short of what is recommended as best practice at the EU level. To begin with, the individualised disclosure is far less detailed than recommended dividing remuneration into only three broad categories (fixed, performance-related and long term incentives). More significantly, the bill neither requires the publication of a remuneration report nor specifically defines the information that companies should disclose when explaining their remuneration policy. This is particularly concerning in respect of performance-related remuneration and long-term incentives, the effectiveness of which, as a mechanism to align the interests of the company's manage-

28) See *Börsen-Zeitung*, 12 March 2005, pp. 1 and 6.

29) The Directors' Remuneration Report Regulations amended the Companies Act 1985.

30) This reflects the current recommendation of the GCGC, section 4.2.4.

31) See *Gesetzentwurf der Bundesregierung – Entwurf eines Gesetzes über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen* (May, 2005). See also *Financial Times*, 19 May 2005, p. 11.

32) Commission Recommendation of 14 December 2004 on fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies (L 385/55).

ment and its owners, can only be assessed if basic parameters, performance criteria and other conditions are also disclosed. It is to be hoped that the bill will be amended to address this issue before it becomes law.

Given that the bill on the disclosure of remuneration is currently passing through Parliament, the Code Commission decided against updating its recommendations and suggestions on remuneration in early June. It is of course true that a comprehensive and final solution on remuneration and related disclosure will have to wait until the shape of the related law is clear. However, given that there still seems a chance that the bill may not become law under the current government, and that it does not ensure the disclosure of certain essential information in its present form, this is likely to halt the good progress that has recently been made in this important area.

Summary and conclusion

Corporate governance in Germany has come a long way since the 1990s. Hermes welcomes the developments that have taken place both at the policy and the company level. The recent amendments of the GCGC, focusing on the independence of supervisory board members, particularly its chairman, are a further step in the right direction. So is, in principle, the bill on the disclosure of remuneration. Furthermore, though somewhat in the background, there is an important debate about employee representation at the supervisory board level and the related issue of board size. It is to be hoped that this will lead to a modernisation of the German two-tier board structure which seems to be overdue at some stage in the future.

In spite of these positive developments, there are a number of areas that require further debate and action. Most notably perhaps from the perspective of a UK investor, it seems about time to take a critical look at lengthy contract periods of management board members and the related issue of severance arrangements. The experience in the UK suggests that introducing code recommendations to the effect that contracts should not normally be for periods of more than one year, and that severance pay should not exceed the equivalent of one year base salary, combined with pressure of institutional investors on companies to comply with such recommendations, or to explain non-compliance, may effectively address the issues in this area in a short period of time. It would seem that under UK best practice both Deutsche Börse AG and MG Technologies AG would have saved several million euros. As such, tackling the problems is in the interests of companies and its share- and stakeholders.

Before the Code Commission tackles the issues head on, greater transparency regarding remuneration, including severance arrangements, would be useful to expose questionable practices. The bill on the disclosure of remuneration goes into the right direction. However, it does not require companies to disclose important details of the remuneration policy, such as basic parameters and performance criteria relating to performance-related remuneration and long-term incentives. This is a serious shortcoming of the bill, because this type of information is required to assess the effectiveness of such remuneration as a mechanism to align the interests of the company's management with those of its owners. Moreover, from a UK perspective, it seems regrettable that under the current proposal, shareholders will not have a vote on the remuneration policy. The advisory vote required under UK company law has proved to be a rather useful lever for discussions with companies on remuneration. If the bill becomes law in its present form, these issues should be addressed through amendments of the GCGC.

Another feature of German corporate governance that should be considered by the Code Commission going forward is the rather limited extent to which the supervisory board and ultimately the management board are accountable to shareholders in practice under the legal default rule. In relation to the supervisory board, the appointment periods as

well as the procedure of election are important. Ultimately, however, the decisive issue in terms of accountability of both the supervisory board and indirectly the management board is how supervisory board members can be removed. It should be emphasised that it is the possibility to remove a member of the supervisory board which is significant. The UK experience suggests that in practice, the right to do so, even if more readily available than under the German default rule, is unlikely to be used frequently. It would serve, however, as an important reminder that the supervisory board is ultimately accountable to the shareholders. Given the two-tier structure of German companies, requiring a qualified majority for the removal of members of the body responsible for the appointment and removal of the members of the management board, seems particularly problematic. We therefore encourage companies to provide in their articles of association for the removal of members of the supervisory board by a simple majority of shareholders. Going forward, this could be promoted as best practice in the GCGC.

Finally, as a UK investor managing pension funds for the ultimate benefit of retirees and current employees of a great variety of companies, Hermes hopes that the debate about foreign capital in Germany can be kept at an objective level in the run-up to the general election later this year. Ultimately, the availability and effective allocation of such capital is for the benefit of German companies and both its shareholders and its stakeholders, such as employees, suppliers and customers.

Important information

This communication is directed only at Market Counterparties or Intermediate Customers, as defined in the Glossary of the Financial Services and Markets Act 2000. Any investment or investment activity to which this communication relates is only available to and will only be engaged in with such persons and any other persons who receive this communication should not rely on or act upon this communication.

This communication is issued and approved for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 by Hermes Investment Management Limited ("HIML"). HIML has its registered office at Lloyds Chambers, 1 Portsoken Street, London E1 8HZ. Hermes Pensions Management Limited is the parent company of a number of companies falling within the Hermes Group. The main operating companies within the Hermes Group are Hermes Investment Management Limited ("HIML"), Hermes Administration Services Limited ("HASL"), Hermes Property Asset Management Limited ("HPAML"), Hermes Focus Asset Management Limited ("HFAM"), Hermes Focus Asset Management Europe Limited ("HFAME"), Hermes UOB Capital Asset Management Limited ("HUCM"), Hermes Private Equity Limited ("HPEL") and Hermes Assured Limited ("HAL"). All of the above named companies (with the exception of Hermes Property Asset Management Limited) are separately authorised and regulated by the Financial Services Authority.

Please note that the Financial Services Authority does not generally regulate any activities referred to in this document which are not regulated activities under the Regulated Activities Order 2000.

This document has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient. This document is published solely for informational purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell any securities or related financial instruments. Prospective investors must rely on their own examination of the legal, taxation, financial and other consequences of an investment in the funds, including the merits of investing and the risks involved. Prospective investors should not treat the contents of this document as advice relating to legal, taxation or investment matters. Before entering into an agreement in respect of an investment referred to in this document, you should consult your own professional and/or investment advisers as to its suitability for you and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. No action should be taken or omitted to be taken in reliance upon information in this document. Figures, unless otherwise indicated, are sourced from Hermes.

The opportunities described in this document have unique risks that may make them unsuitable for certain investors and past performance may not be indicative of future results. Also, certain returns shown in this document are compared against returns for the relevant benchmark index during similar periods. It is important to note that the underlying volatility and risk of the funds' portfolios and that of their benchmark indices vary materially.

This document should be read in conjunction with the fund listing particulars when available which will exclusively form the basis of any application. A comprehensive list of risk factors appears in the fund listing particulars and an investment should not be contemplated until the risks of investment have been considered fully.

Investors may not get back the full amount originally invested. The value of overseas investments will be influenced by the rate of exchange. The value and risks of underlying investment may be difficult to verify independently.

The provision of the information does not constitute an offer to purchase securities to any person in the United States or to any U.S. Person as such term is defined under the Securities Act of 1933.

Any person wishing to subscribe for any interest should satisfy himself as to the observance of the laws of any relevant territory, including the obtaining of any requisite governmental or other consent and the observing of any other formalities.

This document may include a list of Hermes Pensions Management Limited's clients. Please note that inclusion on this list should not be construed as an endorsement of Hermes Pensions Management Limited's services. Should you wish to contact a client for reference purposes, please let Hermes know in advance.

Anhang

Scoring-Modell

		Punkte je Kriterium	Punkte gesamt
1	Entsprechenserklärung		
1.1	Akzeptanz der Empfehlungen	2 Punkte Abzug je Abweichung	44
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		3
	Alle Abweichungen begründet	3	
	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		2
	Eigenständiger Corporate Governance Bericht im Textteil	2	
	Eigenständiger Corporate Governance Bericht im Anhang	1	
	Nur Pflichthinweis im Anhang	0	
2.2	Informationsgehalt der Corporate Governance Ausführungen		13
	Umfassende Darstellung der Corporate Governance Standards und ihrer Entwicklung im Berichtsjahr	6	
	Umfassende Darstellung mit sporadischem Bezug zum Berichtsjahr	2	
	Erläuterung der Abweichungen von den Empfehlungen des Kodexes	2	
	Erläuterung der Abweichungen von den Anregungen		
	umfassend	2	
	lückenhaft	1	
	Effizienzprüfung des Aufsichtsrats		
	Erläuterung der Prüfungsschwerpunkte	1	
	Erläuterung der Methodik	1	
	Erläuterung der Maßnahmen	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	2	

		Punkte je Kriterium	Punkte gesamt
3	Internet		
3.1	Navigation		4
	Platzierung Corporate Governance auf Startseite	2	
	Eigener Menüpunkt unter „Investor Relations“	2	
	Eigener Menüpunkt unter „Unternehmen“	1	
	Keine Informationen im Internet	0	
	Suchfunktion		
	Entsprechenserklärung	1	
	Corporate Governance	1	
3.2	Informationsgehalt		9
	Erläuterungen zur Entsprechenserklärung	1	
	Verfügbarkeit früherer Entsprechenserklärungen	1	
	Explizite Bekanntmachung des Vergütungsberichts	1	
	Verfügbarkeit der Satzung(en)	1	
	Verfügbarkeit der Geschäftsordnungen		
	des Vorstands	1	
	des Aufsichtsrats	1	
	Verfügbarkeit des aktuellen Corporate Governance Berichts	1	
	Link zur Regierungskommission oder Download des Kodexes	1	
	Unabhängigkeit des Abschlussprüfers	1	
4	Veröffentlichungsfristen		7
	Konzernabschluss: 1 Bonuspunkt pro 12 Tage Unterschreitung Kodex-Frist (maximal 4 Punkte)	4	
	Zwischenbericht: 1 Bonuspunkt pro 6 Tage Unterschreitung Kodex-Frist (maximal 3 Punkte)	3	
5	Bonuspunkte		
	Ankündigung Effizienzprüfung des Aufsichtsrats im 2-Jahres-Turnus in 2004	2	2
	Summe		100
6	Maluspunkte		22
	Entsprechenserklärung nicht datiert	1	
	Fehlende Bezugnahme auf zurückliegende Periode („wurde“)	2	
	Konzernabschluss: 1 Maluspunkt pro 12 Tage Überschreitung der Kodex-Frist (maximal 4 Punkte)	4	
	Zwischenbericht: 1 Maluspunkt pro 6 Tage Überschreitung der Kodex-Frist (maximal 3 Punkte)	3	
	Abweichungen von der Entsprechenserklärung		
	Nichteinhaltung Veröffentlichungsfrist Konzernabschluss	2	
	Nichteinhaltung Veröffentlichungsfrist Zwischenbericht	2	
	Kein Vergütungsbericht im Geschäftsbericht	2	
	Keine explizite Bekanntmachung des Vergütungsberichts im Internet	2	
	Kein individualisierter Ausweis der Vorstandsvergütung	2	
	Keine aktuelle Entsprechenserklärung	2	

Scoring-Tabellen

1. Gesamtwertung

	Unternehmen	Index	Ent- sprechens- erklärung (max. 55)	Geschäfts- bericht (max. 23)	Internet (max. 13)	Boni/Mali	Total Score
1	comdirect bank	SDAX	52	23	12	4	91
2	ThyssenKrupp	DAX	51	20	12	4	87
3	Commerzbank	DAX	49	21	10	6	86
4	Altana	DAX	54	20	8	3	85
5	Allianz	DAX	51	21	9	3	84
6	Heidelberger Druck	MDAX	50	20	10	3	83
7	Deutsche Bank	DAX	49	20	11	2	82
7	TUI	DAX	54	17	8	3	82
9	RWE	DAX	51	20	9	1	81
10	DaimlerChrysler	DAX	48	18	7	7	80
10	E.ON	DAX	49	18	9	4	80
10	Metro	DAX	51	18	8	3	80
10	Siemens	DAX	44	20	9	7	80
14	Dyckerhoff	SDAX	50	20	7	2	79
14	Deutsche Post	DAX	51	16	10	2	79
14	HypoVereinsbank	DAX	47	18	9	5	79
14	Lufthansa	DAX	50	18	9	2	79
18	Münchener Rück	DAX	45	19	10	4	78
19	Biotest	Prime	51	21	5	0	77
19	Deutsche Börse	DAX	51	16	8	2	77
19	SAP	DAX	48	18	7	4	77
19	Schering	DAX	50	15	7	5	77
23	Bayer	DAX	47	16	9	4	76
23	Deutsche Telekom	DAX	51	16	8	1	76
23	Volkswagen	DAX	47	18	9	2	76
23	Bilfinger Berger	MDAX	47	15	8	6	76
23	MorphoSys	TecDAX	45	19	6	6	76
28	ce Consumer	SDAX	49	21	7	-2	75
28	Fraport	MDAX	49	20	6	0	75
28	T-Online International	TecDAX	45	18	9	3	75
31	Deutsche Beteiligungen	SDAX	46	20	8	0	74
31	DIS	SDAX	47	17	7	3	74
31	Takkt	SDAX	43	18	8	5	74
31	K+S	MDAX	44	16	9	5	74
31	Süss Microtec	TecDAX	47	17	8	2	74
36	Evotec	TecDAX	49	17	5	1	72
37	GfK	SDAX	50	19	5	-3	71
37	Continental	DAX	47	18	4	2	71
37	Degussa	MDAX	45	18	5	3	71
37	Hannover Rück	MDAX	47	17	7	0	71
37	Hochtief	MDAX	45	18	7	1	71

Stand 14. Juni 2005

Scoring-Tabellen

2. Entsprechenserklärung

	Unternehmen	Index	Entsprechens- erklärung (max. 55)
1	Altana	DAX	54
1	TUI	DAX	54
3	comdirect bank	SDAX	52
4	Biotest	Prime	51
4	ThyssenKrupp	DAX	51
4	Allianz	DAX	51
4	RWE	DAX	51
4	Metro	DAX	51
4	Deutsche Post	DAX	51
4	Deutsche Börse	DAX	51
4	Deutsche Telekom	DAX	51
4	Aareal Bank	MDAX	51
4	Software	TecDAX	51
14	Dyckerhoff	SDAX	50
14	GfK	SDAX	50
14	Grenkeleasing	SDAX	50
14	Lufthansa	DAX	50
14	Schering	DAX	50
14	Heidelberger Druck	MDAX	50
14	Deutsche Postbank	MDAX	50
14	IVG	MDAX	50
22	ce Consumer	SDAX	49
22	Beate Uhse	SDAX	49
22	Maxdata	Prime	49
22	Computerlinks	Prime	49
22	PVA Tepla	Prime	49
22	Commerzbank	DAX	49
22	Deutsche Bank	DAX	49
22	E.ON	DAX	49
22	Fraport	MDAX	49

Stand 14. Juni 2005

Scoring-Tabellen

3. Kommunikative Aufbereitung in Geschäftsbericht und Internet

	Unternehmen	Index	Kommunikative Aufbereitung
1	comdirect bank	SDAX	35
2	ThyssenKrupp	DAX	32
3	Commerzbank	DAX	31
3	Deutsche Bank	DAX	31
5	Allianz	DAX	30
5	Heidelberger Druck	MDAX	30
7	RWE	DAX	29
7	Siemens	DAX	29
7	Münchener Rück	DAX	29
10	ce Consumer	SDAX	28
10	Deutsche Beteiligungen	SDAX	28
10	Altana	DAX	28
10	IKB	MDAX	28
14	Dyckerhoff	SDAX	27
14	E.ON	DAX	27
14	HypoVereinsbank	DAX	27
14	Lufthansa	DAX	27
14	Volkswagen	DAX	27
14	T-Online International	TecDAX	27
20	Takkt	SDAX	26
20	Biotest	Prime	26
20	Metro	DAX	26
20	Deutsche Post	DAX	26
20	Fraport	MDAX	26
25	Beate Uhse	SDAX	25
25	TUI	DAX	25
25	DaimlerChrysler	DAX	25
25	SAP	DAX	25
25	Bayer	DAX	25
25	Adidas Salomon	DAX	25
25	K+S	MDAX	25
25	Hochtief	MDAX	25
25	MorphoSys	TecDAX	25
25	Süss Microtec	TecDAX	25

Stand 14. Juni 2005

Scoring-Tabellen

4. Top Scorer innerhalb der Vergleichsgruppen

		Unternehmen	Ent- sprechens- erklärung (max. 55)	Geschäfts- bericht (max. 23)	Internet (max. 13)	Boni/Mali	Total Score
DAX	1	ThyssenKrupp	51	20	12	4	87
	2	Commerzbank	49	21	10	6	86
	3	Altana	54	20	8	3	85
	4	Allianz	51	21	9	3	84
	5	Deutsche Bank	49	20	11	2	82
	5	TUI	54	17	8	3	82
	7	RWE	51	20	9	1	81
	8	DaimlerChrysler	48	18	7	7	80
	8	E.ON	49	18	9	4	80
	8	Metro	51	18	8	3	80
MDAX	1	Heidelberger Druck	50	20	10	3	83
	2	Bilfinger Berger	47	15	8	6	76
	3	Fraport	49	20	6	0	75
	4	K+S	44	16	9	5	74
	5	Degussa	45	18	5	3	71
	5	Hannover Rück	47	17	7	0	71
	5	Hochtief	45	18	7	1	71
	8	Medion	43	17	5	3	68
	8	Rheinmetall	43	17	6	2	68
	10	Hypo Real Estate	48	18	4	-3	67
TecDAX	1	MorphoSys	45	19	6	6	76
	2	T-Online International	45	18	9	3	75
	3	Software	51	15	4	5	75
	4	Süss Microtec	47	17	8	2	74
	5	Evotec	49	17	5	1	72
	6	Epcos	41	15	8	5	69
	7	Bechtle	47	13	8	-2	66
	8	Mobilcom	41	18	6	1	66
	9	GPC Biotech	49	8	5	3	65
	10	Web.de	45	15	7	-3	64
SDAX	1	comdirect bank	52	23	12	4	91
	2	Dyckerhoff	50	20	7	2	79
	3	ce Consumer	49	21	7	-2	75
	4	Deutsche Beteiligungen	46	20	8	0	74
	4	DIS	47	17	7	3	74
	4	Takkt	43	18	8	5	74
	7	GfK	50	19	5	-3	71
	8	Balda	48	16	4	2	70
	9	Beate Uhse	49	19	6	-8	66
	10	BHW	41	15	8	-2	62

Scoring-Tabellen

4. Top Scorer innerhalb der Vergleichsgruppen

Unternehmen		Ent- sprechens- erklärung (max. 55)	Geschäfts- bericht (max. 23)	Internet (max. 13)	Boni/Mali	Total Score
Small Cap Prime Standard						
1	Biotest	51	21	5	0	77
2	Carl-Zeiss Meditec	47	11	7	1	66
3	TDS Informationstech.	48	9	8	0	65
4	Repower	45	14	7	- 2	64
5	Telegate	39	12	5	6	62
6	Maxdata	49	4	5	1	59
7	Computerlinks	49	5	6	- 2	58
8	Sartorius	41	5	7	4	57
9	Progress-Werk	41	7	9	- 1	56
10	Mühlbauer	39	7	6	3	55
Small Cap General Standard						
1	Hamborner	47	16	7	0	70
2	Simona	37	13	5	3	58
3	Solarfabrik	45	4	3	- 6	46
4	Agor	45	8	0	- 8	45
5	KSB	35	8	4	- 3	44
6	Dierig Holding	46	2	4	- 10	42
6	Pironet	41	1	5	- 7	42
8	HSBC	27	11	1	1	40
9	VBH Holding	25	6	2	5	38
10	Kampa	39	3	5	- 10	37

Stand 14. Juni 2005

Scoring-Tabellen

5. Score der Vergleichsgruppe 2003/2004/2005

Rang 2005	Rang 2004	Rang 2003	Veränderung 03/04	Veränderung 04/05	Unternehmen	Score 2005
1	2	21	19	1	comdirect bank	91
2	1	4	3	- 1	MorphoSys	76
3	3	1	- 2	0	ce Consumer	75
4	4	15	11	0	Süss Microtec	74
5	6	16	10	1	Takkt	74
6	9	10	1	3	Deutsche Beteiligungen	74
7	10	36	26	3	DIS	74
8	8	7	- 1	0	GFK	71
9	7	3	- 4	- 2	Balda	70
10	11	41	30	1	Hamborner	70
11	5	9	4	- 6	Beate Uhse	66
12	24	29	5	12	Bechtle	66
13	12	30	18	- 1	BHW	62
14	21	2	- 19	7	Gildemeister	61
15	26	35	9	11	DAB Bank	61
16	27	55	28	11	Teles	60
17	14	5	- 9	- 3	Computerlinks	58
18	17	22	5	- 1	MVV Energie	58
19	35	19	- 16	16	Simona	58
20	13	11	- 2	- 7	Sartorius	57
21	44	45	1	23	Deutsche Euroshop	56
22	23	28	5	1	Mühlbauer	55
23	25	6	- 19	2	Fuchs Petrolub	55
24	15	24	9	- 9	Escada	54
25	28	47	19	3	Schlott	54
26	29	51	22	3	OHB Technology	53
27	32	58	26	5	Villeroy & Boch	53
28	16	38	22	- 12	Adva	52
29	22	40	18	- 7	Freenet	52
30	36	34	- 2	6	Centrotec	52
31	41	48	7	10	Masterflex	52
32	18	14	- 4	- 14	Löwe	50
33	30	33	3	- 3	Rational	50
34	19	26	7	- 15	Pfleiderer	49
35	33	53	20	- 2	D. Logistics	49
36	43	23	- 20	7	ElringKlinger	49
37	31	31	0	- 6	Vivacon	48
38	37	8	- 29	- 1	MPC	48
39	20	20	0	- 19	Technotrans	46
40	39	37	- 2	- 1	Funkwerk	46
41	38	54	16	-3	EM.TV	45
42	45	12	- 33	3	TAG Tegernsee	45
43	42	27	- 15	- 1	Dürr	44
44	46	60	14	2	KSB	44
45	40	49	9	- 5	Nürnberger Bet.	43
46	56	17	- 39	10	Gerry Weber	43
47	63	39	- 24	16	Dierig Holding	42
48	47	46	- 1	- 1	Hawesko	40
49	49	13	- 36	0	Tomorrow Focus	40
50	48	43	- 5	- 2	H&R Wasag	38

Scoring-Tabellen

5. Score der Vergleichsgruppe 2003/2004/2005

Rang 2005	Rang 2004	Rang 2003	Veränderung 03/04	Veränderung 04/05	Unternehmen	Score 2005
51	51	52	1	0	Ahlers	38
52	69	56	- 13	17	Klöckner-Werke	38
53	50	57	7	- 3	Uzin Utz	37
54	60	68	8	6	TA Triumph Adler	37
55	52	32	- 20	- 3	Deutz	36
56	53	25	- 28	- 3	Leifheit	36
57	66	59	- 7	9	Interseroh	35
58	34	18	- 16	- 24	Cewe Color	34
59	57	70	13	- 2	Euromicron	34
60	55	62	7	- 5	Fielmann	33
61	58	44	- 14	- 3	Indus Holding	33
62	61	63	2	- 1	Hans Einhell	30
63	54	50	- 4	- 9	Jungheinrich	28
64	59	69	10	- 5	WMF	28
65	67	67	0	2	Adcapital	28
66	64	42	- 22	- 2	Sto	27
67	71	66	- 5	4	Hymer	26
68	68	64	- 4	0	Wanderer Werke	25
69	62	65	3	- 7	Sixt	24
70	65	61	- 4	- 5	Creaton	20
71	72	71	- 1	1	Strabag	17
72	70	72	2	- 2	Herlitz	13

Stand 14. Juni 2005

Unternehmen im Rahmen der Untersuchung – DAX

	Unternehmen	Market Cap (total) Mio. €	Free Float %	Free Float Market Cap Mio. €
1	Adidas Salomon	6.485	1,0000	6.485
2	Allianz	38.045	0,9010	34.278
3	Altana	6.943	0,4990	3.465
4	BASF	31.564	1,0000	31.564
5	HypoVereinsbank	15.165	0,8160	12.374
6	BMW	23.607	0,5340	12.606
7	Bayer	21.164	1,0000	21.164
8	Commerzbank	11.359	0,8140	9.246
9	Continental	8.430	1,0000	8.430
10	DaimlerChrysler	36.145	0,8240	29.784
11	Deutsche Bank	36.230	1,0000	36.230
12	Deutsche Börse	7.041	1,0000	7.041
13	Deutsche Post	21.711	0,4395	9.542
14	Deutsche Telekom	65.183	0,6200	40.413
15	E.ON	51.647	1,0000	51.647
16	Fresenius Medical Care	4.856	0,4920	2.389
17	Henkel	4.525	1,0000	4.525
18	Infineon	5.719	0,8177	4.676
19	Linde	7.103	0,6770	4.809
20	Lufthansa	4.865	0,9140	4.446
21	MAN	5.187	1,0000	5.187
22	Metro	14.061	0,4442	6.246
23	Münchener Rück	21.196	0,8063	17.090
24	RWE	28.518	0,8890	25.352
25	SAP	43.518	0,6437	28.013
26	Schering	10.493	0,8942	9.383
27	Siemens	55.710	0,9350	52.089
28	ThyssenKrupp	7.558	0,8000	6.046
29	TUI	3.839	0,9003	3.457
30	Volkswagen	12.270	0,6880	8.442
	Average	20.338		16.547

Stand 14. Juni 2005

Unternehmen im Rahmen der Untersuchung – MDAX

	Unternehmen	Market Cap (total) Mio. €	Free Float %	Free Float Market Cap Mio. €
1	Aareal Bank	1.049	0,5386	565
2	AMB Generali Holding	3.523	0,2912	1.026
3	AWD Holding	1.301	0,6900	898
4	Beiersdorf	8.095	0,2170	1.757
5	Beru	693	0,3058	212
6	Bilfinger Berger	1.493	0,7500	1.120
7	Celesio	5.924	0,4200	2.488
8	Degussa	7.097	0,0704	500
9	Deutsche Euroshop	704	0,7877	554
10	Deutsche Postbank	6.991	0,3323	2.323
11	Douglas Holding	1.134	0,8098	918
12	Fielmann	1.120	0,2899	325
13	Fraport	3.184	0,2938	936
14	Fresenius	1.958	1,0000	1.958
15	Hannover Rück	3.938	0,4880	1.922
16	Heidelberger Druck	2.099	0,5676	1.191
17	HeidelbergCement	6.575	0,6476	4.258
18	Hochtief	2.127	0,8052	1.713
19	Hugo Boss	915	0,7796	713
20	Hypo Real Estate	4.335	1,0000	4.335
21	IKB Deutsche Industriebank	1.940	0,5050	979
22	IVG	1.787	0,5798	1.036
23	IWKA	517	0,9500	491
24	K+S	1.941	0,9000	1.747
25	Karstadt Quelle	2.047	0,4520	925
26	Krones	964	0,4596	443
27	Leoni	665	0,8000	532
28	Medion	674	0,4512	304
29	Merck	3.246	1,0000	3.246
30	mg technologies	1.944	0,6130	1.191
31	MLP	1.615	0,5660	914
32	MPC	570	0,4990	284
33	Norddeutsche Affinerie	579	0,8009	463
34	Pfleiderer	630	0,8700	548
35	ProSiebenSat1	1.510	0,7500	1.133
36	Puma	3.459	1,0000	3.459
37	Rheinmetall	769	1,0000	769
38	Rhön-Klinikum	480	1,0000	480
39	Salzgitter	1.354	0,7472	1.012
40	Schwarz-Pharma	1.706	0,3470	592
41	SGL Carbon	614	1,0000	614
42	Stada	1.393	1,0000	1.393
43	Südzucker	2.851	0,3400	969
44	Techem	898	0,7470	671
45	Vossloh	564	0,6700	378
46	WCM	127	0,9035	115
47	Wincor Nixdorf	1.125	1,0000	1.125
	Average	2.132		1.181

Stand 14. Juni 2005

Unternehmen im Rahmen der Untersuchung – TecDAX

	Unternehmen	Market Cap (total) Mio. €	Free Float %	Free Float Market Cap Mio. €
1	Aixtron	240	0,8452	203
2	Bechtle	391	0,4764	186
3	Drägerwerk	308	1,0000	308
4	Elmos	248	0,4230	105
5	Epcos	690	0,7500	518
6	Evotec	105	0,8692	91
7	Freenet	1.267	0,4431	561
8	Funkwerk	239	0,4986	119
9	GPC Biotech	268	0,8693	233
10	IDS Scheer	505	0,4979	251
11	Jenoptik	433	0,7937	344
12	Kontron	306	0,9340	286
13	Medigene	202	0,8386	169
14	Mobilcom	1.258	0,6669	839
15	MorphoSys	181	0,7345	133
16	Pfeiffer Vacuum	354	1,0000	354
17	QSC	387	0,4190	162
18	Singulus	319	1,0000	319
19	Software	902	0,6838	617
20	Solarworld	796	0,6615	527
21	Süss Microtec	71	0,9320	66
22	T-Online International	10.170	0,1198	1.218
23	Teles	206	0,4078	84
24	United Internet	1.311	0,6210	814
25	Web.de	344	0,3782	130
	Average	860		345

Stand 14. Juni 2005

Unternehmen im Rahmen der Untersuchung – SDAX

	Unternehmen	Market Cap (total) Mio. €	Free Float %	Free Float Market Cap Mio. €
1	AIG Internat. Real	96	0,7042	68
2	Baader	111	0,3335	37
3	Balda	333	0,5011	167
4	Baywa	445	0,4510	201
5	Beate Uhse	360	0,2540	91
6	BHW Holding	2.723	0,0741	202
7	Böwe Systec	286	0,4900	140
8	ce Consumer	25	1,0000	25
9	Centrotec	184	0,4210	77
10	Cewe Color	194	0,6508	126
11	comdirect bank	900	0,2000	180
12	CTS Eventim	396	0,3340	132
13	D. Logistics	72	0,6816	49
14	DAB Bank	492	0,2364	116
15	Deutz	350	0,6300	221
16	DIS	481	0,5843	281
17	Deutsche Beteiligungen	242	0,6030	146
18	Dürr	207	0,3490	72
19	Dyckerhoff	497	0,3780	188
20	Elexis	109	0,9428	103
21	ElringKlinger	593	0,4430	263
22	EM.TV	402	0,6655	268
23	Escada	324	0,6226	202
24	Fluxx	85	0,7534	64
25	Fuchs Petrolub	312	1,0000	312
26	Gerry Weber	240	0,5408	130
27	GFK	1.024	0,3620	371
28	Gildemeister	237	0,9325	221
29	Grenkeleasing	463	0,5514	255
30	H&R Wasag	241	0,5371	129
31	Hawesko	153	0,5488	84
32	Hornbach Holding	268	0,8260	221
33	Indus Holding	426	0,6500	277
34	Jungheinrich	298	1,0000	298
35	Klöckner-Werke	621	0,2199	137
36	König & Bauer	309	0,8350	258
37	Löwe	93	0,4600	43
38	Masterflex	129	0,6120	79
39	MVV Energie	849	0,1220	104
40	Rational	1.067	0,2770	296
41	Schlott	174	0,6097	106
42	Sixt	300	0,4320	130
43	TAG Tegernsee	45	0,8894	40
44	Takkt	600	0,2745	165
45	Villeroy & Boch	156	0,9290	145
46	Vivacon	215	0,5844	125
47	Zapf Creation	80	0,9284	74
	Average	387		158

Stand 14. Juni 2005

Unternehmen im Rahmen der Untersuchung – Prime Standard

	Unternehmen	Market Cap (total) Mio. €	Free Float %	Free Float Market Cap Mio. €
1	A.S. Creation Tapeten	82	0,4728	39
2	Adva	150	0,4860	73
3	Ahlers	214	0,8305	85
4	Bertrandt	101	0,2500	25
5	Biotest	135	1,3430	86
6	Carl-Zeiss Meditec	436	0,3100	135
7	Cenit	76	0,8421	64
8	Computerlinks	89	0,4459	40
9	Curanum	119	0,3010	36
10	Drillisch	126	0,6950	87
11	Deutsche Effecten- und Wechsel	84	0,3426	29
12	Epigenomics	106	0,3888	41
13	Isra Vision	69	0,6900	48
14	Lanxess	1.362	1,0000	1.362
15	Leifheit	118	0,3811	45
16	Marseille-Kliniken	119	0,2537	30
17	Maxdata	112	0,3140	35
18	Mühlbauer	245	0,4750	117
19	Nemetschek	170	0,3087	53
20	Nürnberger Bet.	767	0,3950	303
21	OHB Technology	121	0,3520	43
22	P+I	76	0,3336	25
23	Paragon	67	0,4800	32
24	Plasma Select	74	0,5110	38
25	Premiere ^{1,2}	2.204	0,5134	1.132
26	Progress-Werk	66	0,4990	33
27	PVA Tepla	118	0,3080	36
28	R. Stahl	100	0,4700	47
29	Repower	76	0,5151	39
30	Sanacorp	72	1,0000	72
31	Sartorius	173	0,9102	157
32	Stratec	75	0,4267	32
33	Sunways	117	0,5846	68
34	TA Triumph Adler	83	0,5130	43
35	TDS Informationstech.	68	0,2517	17
36	Technotrans	105	0,8750	92
37	Telegate	310	0,2160	67
38	Tomorrow Focus	96	0,4905	47
39	Utimaco	95	0,7218	68
40	Wavelight Laser	95	0,9463	90
	Average	222		123

Stand 14. Juni 2005

1) kein Geschäftsbericht bis Anfang Juni 2005

2) keine Entsprechenserklärung bis Ende Mai 2005

Unternehmen im Rahmen der Untersuchung – General Standard

	Unternehmen	Market Cap (total) Mio. €	Free Float %	Free Float Market Cap Mio. €
1	Adcapital	118	0,4996	59
2	Agor	42	0,4792	20
3	Albis Leasing	95	0,3400	32
4	B + L Immobilien ¹	196	0,6870	135
5	Bijou Brigitte ¹	1.113	0,4999	556
6	BKN International	84	0,5579	47
7	Borussia Dortmund	47	0,4819	23
8	CNV Vermögensverwaltung	42	0,2702	11
9	Creaton	56	0,7500	42
10	Deutsche Balaton ¹	76	0,5488	42
11	Dierig Holding	49	0,2987	15
12	Euromicron	85	0,2297	19
13	GCI Management ¹	60	0,3010	18
14	Hamborner	214	0,3054	65
15	Hans Einhell	59	0,9284	55
16	Herlitz	50	0,5081	25
17	HSBC	2.140	0,2277	487
18	Hymmer	312	0,2270	71
19	Interseroh	247	0,4440	110
20	Kampa	57	0,4412	25
21	KSB	221	1,2534	129
22	Max Holding	42	0,5508	23
23	Mifa Fahrradwerke	45	0,2500	11
24	Mineralbrunnen Überkingen	132	1,2779	58
25	MME	58	0,4365	25
26	Möbel Walther	93	1,2191	40
27	Pironet	61	0,2869	18
28	Schuler	49	1,0000	49
29	Sektkellerei Schloss Wachenheim	80	0,2998	24
30	Stuttgarter Hofbräu ¹	405	0,3789	153
31	Simona	135	0,2120	29
32	Solarfabrik	88	0,4484	39
33	Solon ¹	203	1,0000	203
34	Sto	55	1,0000	55
35	Strabag	189	0,3487	66
36	Turbon	34	0,2773	9
37	Uzin Utz	54	0,2300	12
38	VBH Holding	101	0,4685	47
39	Wanderer Werke	83	0,4069	34
40	WMF	187	1,2054	82
	Average	186		74

Stand 14. Juni 2005

1) kein Geschäftsbericht bis Anfang Juni 2005

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. Hans-Christoph Hirt, LL.M., Hermes

Juli 2005

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

Hermes Investment Management Ltd.

Lloyds Chambers
1 Portsoken Street
London E1 8HZ
UK
Internet: www.hermes.co.uk

Redaktion

Andreas Martin, Elena Schulz

