

## Weiterentwicklung deutscher Corporate Governance – die internationale Sicht

Das deutsche Governance-Regelwerk ist inzwischen international konkurrenzfähig: Mit dem Deutschen Corporate-Governance-Kodex in der Fassung vom Juni 2006 und weiteren internationalen Governance-Prinzipien und Regulierungen gibt es eine gute Basis für anspruchsvolle Governance in Deutschland. Auch hierdurch hat die Verfolgung guter Governance in den letzten Jahren an Momentum gewonnen.

### „Sollte-Anregungen“ als besonderes Qualitätsmaß

Zwar ist laut einer Studie von 200 börsennotierten Gesellschaften die Befolgung der 82 „Soll-Empfehlungen“ und 19 „Sollte-Anregungen“ des Kodex mit insgesamt 75 Prozent (93 Prozent im Dax) erfreulich hoch. Signifikant ist jedoch der Unterschied zwischen der Akzeptanz der erklärungspflichtigen „Soll-Empfehlungen“ mit 95 Prozent im Dax und 69 Prozent im General Standard und den bislang noch zu wenig beachteten „Sollte-Anregungen“ mit 85 Prozent im Dax und 44 Prozent im General Standard.<sup>1)</sup>

Gerade letztere sind jedoch wesentlicher Bestandteil einer qualitativ hochwertigen Governance insbesondere aus der Sicht internationaler Investoren. Noch zu oft endet aber das Engagement bei der formalen Erfüllung der Mindestanforderungen statt gelebter Qualität. Beispiele der jüngsten Zeit sind:

**Altana:** Die Mehrheitsaktionärin von 50,1 Prozent der Anteile forciert den Verkauf von über zwei Drittel des Unternehmens im falschen Zeitpunkt zulasten der Minderheitsaktionäre.

**Bayer/Schering:** Trotz wesentlicher Strukturveränderung hatten die Aktionäre kein Mitentscheidungsrecht bei der bewertungs-

mäßig teuren 17 Milliarden Euro Akquisition von Schering.

**Thyssen-Krupp:** Als 25 Prozent-Aktionär verlangt die Krupp-Stiftung das satzungsändernde Entsenderecht in den Aufsichtsrat für drei Vertreter (die nicht von allen Aktionären zu wählen sind).

**Porsche und VW:** Insbesondere nach der Beteiligung von Porsche an VW ist für den VW-Aufsichtsratsvorsitzenden als gleichzeitigen Porsche-Großaktionär und Eigentümer des größten internationalen VW-Importeurs ein überdeutliches Konfliktpotenzial entstanden.

*Christian Strenger, Frankfurt am Main, ehemaliger Chairman, International Corporate Governance Network, und Mitglied der Regierungskommission Corporate Governance*

*Mit Blick auf den Status quo der deutschen Governance hält der Autor die Rahmenbedingungen zwar inzwischen für international konkurrenzfähig, die gelebte Qualität in vielen Fällen aber noch für deutlich verbesserungswürdig – auch bei Dax-Unternehmen. Eine große Bedeutung für die Weiterentwicklung der hiesigen Usancen misst er internationalen Investoren bei, deren Einfluss und Volumen am Kapitalmarkt er an verschiedenen Beispielen aufzeigt. Ein spezielles Augenmerk gilt dabei dem konstruktiv kritischen Dialog der Pensionsfonds und großen Versicherer mit ihren Portfolio-Unternehmen. Zu den Erwartungen ausländischer Investoren an die deutsche Corporate Governance zählt er zum Beispiel stärkere Aufmerksamkeit des Aufsichtsrates bei der Überwachung der Präventions- und Kontrollsysteme sowie die stärkere Einbindung der Aktionäre in Entscheidungen über substanzielle Veränderungen von Unternehmen. (Red.)*

Gute Governance-Qualität kann also nicht nur durch formelle Befolgung der Vorschriften allein erreicht, sondern muss intensiv „gelebt“ werden. Gerade internationale Institutionen mit langjähriger Governance-Expertise erkennen schnell qualitative Defizite und drängen auf Beseitigung.

Die Marktkapitalisierung der globalen Aktienmärkte hat sich mit über 100 Prozent des globalen BIP trotz der Baissejahre 2001 und 2002 seit Beginn der neunziger Jahre mehr als verdoppelt (101 Prozent weltweit, 103 Prozent OECD).<sup>2)</sup> Die Bedeutung angelsächsischer Investoren ist dabei weit überdurchschnittlich: US- und UK-Anleger kontrollieren 76 Prozent aller Vermögenswerte in den fünf liquidesten Aktienmärkten; ihr Auslandsinvestmentanteil wächst stetig, sodass sie inzwischen auch die bedeutendsten Anleger der großen internationalen Börsengesellschaften sind.

### Der Beitrag internationaler institutioneller Investoren

Auch im deutschen Kapitalmarkt sind die internationalen Investoren die entscheidende Anlegergruppe der größten Kapitalmarktunternehmen. Ihr Anteil an den Dax-30-Gesellschaften beträgt heute regelmäßig über 50 Prozent<sup>3)</sup>. Bei der Deutschen Börse ist sogar die 80 Prozent-Marke<sup>4)</sup> überschritten.

Schon angesichts dieses Gewichts ist für die Unternehmen eine möglichst nüchterne Auseinandersetzung mit den Eigenschaften der Investoren und ihren Vorstellungen zwingend: Allerdings sind institutionelle Investoren keineswegs eine homogene Gruppe, sondern bilden eine breite Palette unterschiedlicher Anlegertypen vom Pensionsfond bis zum Hedgefond ab. Sie unterscheiden sich deutlich nach ihrem Anla-

geprofil und ihrem Zweck: Die Investment- und Pensionsfonds sind die „klassischen“ institutionellen Anleger mit generell längerfristigem Ansatz. Zusammen mit den Lebensversicherern hielten sie weltweit im Jahr 2006 rund 90 Prozent (15 Billionen US-Dollar) des globalen Aktienbesitzes.<sup>5)</sup>

Der überwiegende Teil dieser Aktieninvestments ist in den großen europäischen Märkten konzentriert. Während Pensionsfonds in Deutschland noch weitgehend ohne Bedeutung sind, verwalteten die 300 weltweit größten Pensionsfonds in 2006 mehr als 9 500 Milliarden US-Dollar, mit einem Wachstum von zirka 300 Prozent seit 1990. Neun der 20 größten Pensionsfonds kommen aus den USA, weitere aus Japan (865 Milliarden US-Dollar), Norwegen (280 Milliarden US-Dollar) und Holland (263 Milliarden US-Dollar).<sup>6)</sup> Ähnlich gewichtig sind die Lebensversicherer.

### Private-Equity-Fonds und Hedgefonds

Private-Equity-Fonds, die auch an der Börse für den Kauf unterperformender beziehungsweise unterbewerteter Firmen relevant sind, verwalten weltweit 670 Milliarden Euro (881 Milliarden US-Dollar)<sup>7)</sup> und haben europaweit 120 Milliarden Euro allein in 2006 auf sich gezogen. In Deutschland verwalteten die Fonds per Ende 2006 rund 29 Milliarden Euro und verzeichnen aufgrund ihrer längerfristig überdurchschnittlichen Renditen einen stetigen Kapitalzufluss (2,8 Milliarden Euro in 2006).<sup>8)</sup>

Die vornehmlich kurzfristig ausgerichteten Hedgefonds sind der am schnellsten wachsende Teilmarkt der globalen Kapitalanlage. So betrug das Volumen der 9 400 Hedgefonds nach nur zehn Milliarden US-Dollar in 1992 im Februar 2007 rund 1 400 Milliarden US-Dollar.<sup>9)</sup> Da Hedgefonds, aber auch Private-Equity-Fonds generell kaum Interesse an intensiven Gesprächen über einen längeren Zeitraum haben, wird nachstehend vorrangig die Einflussnahme längerfristig orientierter Aktionäre wie Investment- und Pensionsfonds behandelt. Wie gezeigt wird, lohnt sich hier eine intensive Beschäftigung mit deren Anliegen gerade aus Sicht der Unternehmen.

Diese nachhaltigen Investoren setzen regelmäßig auf einen intensiven Kontakt mit ihren Portfolio-Unternehmen. Der konstruktiv-kritische Dialog betrifft generell Verbesserungsmöglichkeiten der Corporate

Governance, der Konzern- beziehungsweise Kapitalstruktur oder des Investitionsverhaltens; Faktoren, die auf die Erzielung langfristiger überdurchschnittlicher Performance ausgerichtet sind. Auf internationaler Ebene besonders engagiert sind die großen Pensionsfonds und Versicherer wie Calpers, TIAA-CREF, Hermes, Morley und ABI.

Dass dieses Engagement sehr erfolgreich ausfallen kann, ist zahlreich eindrücklich belegt.<sup>10)</sup> So hat der auf europäische Unternehmen mit Governance-Defiziten setzende Hermes European Focus Fund mit über 1,8 Milliarden Euro seine Benchmark seit der Auflegung im Februar 2002 bis November 2006 um durchschnittlich 3,9 Prozent per annum übertroffen.<sup>11)</sup> Es gibt dabei typische Ansätze der Investoren.

**Der Relational-Investment-Ansatz – Aufbau und Verfolgung konstruktiver Beziehungen:** Diese Vorgehensweise wird zum Beispiel durch die britischen Hermes-Focus-Funds praktiziert. Auf Basis von unternehmensspezifischen Fundamentaldaten werden finanziell solide, aber unterbewertete Gesellschaften identifiziert. An Unternehmen mit signifikantem langfristigen Performancepotenzial durch die Behebung von Governance-Defiziten wird ein wesentlicher Anteil (in der Regel ein Prozent bis fünf Prozent) erworben. Aus dieser Aktionärsstellung heraus wird mit dem Management und dem Aufsichtsrat Kontakt aufgenommen, um durch gemeinsame Maßnahmen die Unterbewertung zu korrigieren.

**Die intensive Verfolgung von Corporate Governance-Grundsätzen mit Unternehmensvertretern:** TIAA-CREF setzt mit 406 Milliarden US-Dollar auf eigene, detaillierte Corporate Governance-Grundsätze. Zugänglich für alle Portfoliounternehmen werden diese unter Einbeziehung deren Vorstellungen und Anregungen regelmäßig überprüft und angepasst.

Wesentliche Defizite in der Anwendung der Governance-Grundsätze führen zu intensiven Unternehmensgesprächen, deren Ziel die geräuschlose Problemlösung ohne Einbindung der Öffentlichkeit ist. Sollten die Gespräche nicht zu einer veränderten Einstellung des Managements führen, behält sich TIAA-CREF vor, andere Aktionäre auch durch Shareholder-Proposals zur Umsetzung der als notwendig erachteten Veränderungen zu gewinnen.

**Strukturierte Vorgaben und Verfolgung systematischer Ansätze:** Der Ansatz von Calpers (230 Milliarden US-Dollar) beruht darauf, Portfoliounternehmen für eine aktionärsbezogene Geschäftspolitik zu gewinnen und bedient sich eines systematischen Monitorings dieser Portfoliounternehmen auf der Basis strukturierter Vorgaben. Dies sind beispielsweise die präzise Einhaltung von Rechnungslegungsstandards oder die Board-Mehrheit von unabhängigen Outside-Directors.

Unterstützt wird diese Vorgehensweise durch eine jährlich veröffentlichte „Focus List“ der Portfoliounternehmen mit erheblichen Governance-Mängeln. Bleiben Bemühungen um eine Verbesserung aus, behält sich Calpers Shareholder Proposals oder auch Proxy Fights vor mit dem Ziel, das Management beziehungsweise Board des Unternehmens auszutauschen. Letztes Mittel ist die öffentlichkeitswirksame Ankündigung eines Verkaufs der Beteiligung.

### Anstehende Verbesserungen aus internationaler Sicht

**Vorstandsthemen – transparente und angemessene Vergütung:** Obwohl die Gesamtvergütungen mit wenigen Ausnahmen im europäischen Vergleich nicht übermäßig (und schon gar nicht im Verhältnis zu den USA) ausfallen, gehen internationale Anleger nahezu selbstverständlich von der Veröffentlichung der individuellen Bezüge der „Key Executives“ aus. Die Informationsanliegen beschränken sich auf die wesentlichen Elemente der Vergütung: Fixgehalt, variable Jahresvergütung, langfristige Vergütungselemente und sonstige Vergütungsteile. Diese sollten in kompakter Form für die einzelnen Vorstände wiedergegeben werden.

An zu großen Details ist angesichts der Vielfalt der zu vergleichenden Unternehmen kaum ein Interesse vorhanden. Da das Gesetz auf Einzelangaben abstellt, sollten aussagekräftige Analysen und Benchmarking-Vergleiche zur Bestätigung der relevanten Angemessenheit durch einen separaten Vergütungsbericht mit ausführlicher Erläuterung der Bemessungsgrundlagen und einer standardisierten Darstellung der wesentlichen Vergütungselemente ermöglicht werden.

**Regellaufzeit von Verträgen/Angemessene Abfindungen:** Die in Deutschland

ganz überwiegende Praxis einer Bestellperiode für Vorstandsmitglieder von fünf Jahren ist international unüblich und auch angesichts der darauf basierenden hohen Abfindungszahlungen bei Fünfjahresverträgen deutlich zu lang. Maßgebliche europäische Standards sehen wesentlich kürzere Perioden wie einjährige Vertragslaufzeiten in Holland und Großbritannien vor. Für Deutschland dürfte eine Regelvorgabe der Vorstandsverträge von drei Jahren sinnvoll sein. In der Praxis gibt es bereits Tendenzen zu signifikanten Verkürzungen. Daimler-Chrysler führte noch in 2006 eine generelle Vertragslaufzeit von drei Jahren ein. Mit dieser Reduzierung kann auch die wünschenswerte Begrenzung von Abfindungszahlungen erreicht werden.

### **Kompromissvorschlag**

Eine separate Regelung für Abfindungen wurde jüngst vom Vorsitzenden der Regierungskommission Cromme durch die Beschränkung der Abfindung von ausscheidenden Vorstandsmitgliedern auf zwei Jahresgehälter vorgeschlagen.<sup>12)</sup> Hiermit könnte ein guter Kompromiss zwischen den internationalen Vorstellungen und den deutschen Mindestansprüchen gefunden sein.

**Aufsichtsratsthemen – Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat:** Die gegenwärtige Kodex-Empfehlung, dass ein Wechsel des Vorstands in den Vorsitz des Aufsichtsrats (beziehungsweise eines -Ausschusses) nicht die Regel sein soll, wird derzeit durch die spiegelverkehrte Praxis konterkariert: Bei 17 von 30 Dax-Gesellschaften wird der Aufsichtsratsvorsitz von früheren Vorstandsmitgliedern (in der Regel dem Vorstandsvorsitzenden) wahrgenommen. Die derzeitige Siemens- und Volkswagen-Diskussion verdeutlicht, dass diese Praxis die kodexgemäße Ausnahme werden sollte – auch um politischen Forderungen nach einem starren gesetzlichen Verbot zu begegnen.

Erfolgreiche Vorstandsvorsitzende beziehungsweise Vorstandsmitglieder können nämlich die Arbeit des Aufsichtsrats als einfaches Mitglied wesentlich bereichern. Aber auch die Übernahme eines Aufsichtsratsvorsitzes sollte weiterhin als Ausnahme bei entsprechender Begründung möglich sein. Weiterhin ist zu verfolgen, dass die seit 2006 neue Kodex-Vorgabe, dass die für den AR-Vorsitz vorgesehenen Kandidaten

der HV vorzustellen sind, auch in der beginnenden HV-Saison gelebte Praxis wird.

**Sonderrechte für einzelne Aktionäre:** Die Gleichbehandlung aller Aktionäre als Grundfeste guter Governance ist dann nicht gewahrt, wenn es wie bei Thyssen-Krupp oder Altana de facto Vorzugsrechte für einzelne Aktionäre im Aufsichtsrat gibt. Das in Deutschland generell gültige „one share – one vote“-Prinzip darf hiermit nicht in Frage gestellt werden.

### Ausreichende Unabhängigkeit des Aufsichtsrates

**„Nomination Committees“ für Wahlvorschläge:** Die Sicherstellung ausreichender Unabhängigkeit des Aufsichtsrates (5.4.2 DCGK) ist eine feste Erwartung internationaler Investoren. Hierzu sollte ein Nominierungsausschuss einberufen werden, der aus Aktionärsvertretern zusammengesetzt ist. Dies entspricht auch der Empfehlung der EU Kommission vom 15. Februar 2005 (Paragraph 5, Abschnitt II). Der von dem Nominierungsausschuss zu verfolgende detaillierte Kriterienkatalog für die Qualifikation der Aufsichtsratsmitglieder sollte auch nach außen nachvollziehbar kommuniziert werden.

**Sanktionen bei Nichtentlastung:** Die in Deutschland fehlende gesetzliche Sanktionswirkung bei Nichtentlastung von Aufsichtsratsmitgliedern sollte zumindest durch eine Begrenzung des Tätigkeitsumfangs des Aufsichtsratsmitglieds ersetzt werden. Das dadurch evidente mangelnde Vertrauen in die Wahrung der Aktionärsinteressen wäre kodexmäßig durch eine nahe liegende Mandatsniederlegung zu begleiten. Falls das nicht-entlastete Aufsichtsratsmitglied dieser Anregung nicht folgt, sollte das betroffene Aufsichtsratsmitglied in der noch laufenden Wahlperiode zumindest keine herausgehobenen Aufgaben im Aufsichtsrat wahrnehmen dürfen.

### Sinnvollere Mitbestimmung – Verfolgung des europäischen Ansatzes

Eine Fortentwicklung (nicht aber eine Abschaffung) ist weiterhin dringend erforderlich, da die deutsche Mitbestimmung in ihrer derzeitigen Form im Ausland weitgehend unbekannt ist beziehungsweise angesichts sonstiger intensiver Arbeitnehmerrechte nicht verstanden wird. Entsprechend der durch die jüngere EU-

Rechtsprechung möglichen Gestaltungsfreiheit für Unternehmensholdings sollte das System der deutschen Mitbestimmung durch Begrenzung auf zwölf Aufsichtsräte und die Internationalisierung der Arbeitnehmerbank angepasst werden. Gerade aus internationaler Sicht wäre noch zu verbessern: statt der vollen Parität die Einführung der Drittelparität im Aufsichtsrat und die ausschließliche Wahrnehmung der Mandate durch betriebliche Arbeitnehmer.

Internationale Gepflogenheit ist, bei einer substanziellen Veränderung des Unternehmens betroffene Aktionäre in die Entscheidung aktiv einzubinden. Jüngste Entwicklungen in Deutschland verdeutlichen erheblichen Handlungsbedarf bei der Einbindung der Aktionäre bei strategischen Übernahmen. Das bekannteste Beispiel: Bei der 17 Milliarden Euro Bayer-Akquisition von Schering wurden zwei Drittel der Bayer-Marktkapitalisierung und mehr als das Zehnfache des letztjährigen Bayer-Konzerngewinns für eine strategische „Kehrtwende“ ohne Einberufung der Hauptversammlung ausgegeben.<sup>13)</sup> Der Aufsichtsrat als Vertreter der Aktionäre wurde mit diesem Vorgang nur mit einem 24-stündigen Eilbeschlussverfahren befasst.

Ein „Level Playing Field“ ist auch mit dem „neuen“ WpÜG nicht erreicht, denn die Aktionäre haben kein gesetzliches Mitspracherecht über bedeutende Veränderungen bei ihrem Eigentum. Da eine weitere Gesetzesänderung wohl auf absehbare Zeit ausscheidet, wäre der Kodex dahingehend zu ergänzen, dass eine Hauptversammlung bei über 25 Prozent hinausgehenden Konzernveränderungen (auch bei Divestments) anzurufen ist.

### Kontrolle für Korruptionsfälle und Kartellverhalten

Die aktuellen Entwicklungen bei Siemens und Thyssen-Krupp mit vermuteter Schadenshöhe von jeweils unter 500 Millionen Euro sind Anlass, den Präventions- und Kontrollsystemen als Pflichtaufgabe der Verwaltungsgremien stärkere Aufmerksamkeit zu widmen. Immerhin ist die bei Thyssen-Krupp (für den Wiederholungsfall) diskutierte Kartellstrafe höher als die den Aktionären für das letzte Geschäftsjahr gezahlte Dividende. So sollte sich der Aufsichtsrat vom Vorstand häufiger über diese Fragen berichten lassen und im jährlichen Corporate-Governance-Bericht gemeinsam

zu beiden Komplexen in puncto Systeme und mögliche Vorfälle ausführlich Stellung zu beziehen (Ergänzung zu 3.10 beziehungsweise 3.4 des Kodex). Auch die Abschlussprüfer sollten zu den eigenen Prüfungsergebnissen ausdrücklich Stellung nehmen und aufgetretene Fälle einer Bewertung unterziehen.

Angesichts der seit einigen Jahren positiven Börsenentwicklung glauben viele Unternehmen und Investoren, den Handlungsbedarf zur Sicherung guter Corporate Governance in den Hintergrund rücken zu können. Die Verfolgung guter Governance ist aber keine vorübergehende Aufgabe. Zur Sicherung nachhaltig guter Performance sind Akzeptanz von Best Practice-Standards und Bereitschaft zu intensiver Kommunikation zwischen Investoren und Unternehmen weiterhin entscheidend.

Durch einen kritisch-konstruktiven Dialog sollten die gegenseitigen Vorstellungen und Erwartungen kommuniziert werden, sodass ein wortreicher, aber häufig wirkungsloser Schlagabtausch in der Hauptversammlung nicht das vorrangige Instrument der Wahrung der Aktionärsinteressen bleibt. Gerade international wird konsequent auf sinnvolle Kommunikation gesetzt – ganztägige Aktionärsdebatten gelten dort als wenig effizient.

### Fußnoten

- <sup>1)</sup> Von Werder/Talaulicar: Kodex Report 2006, in: der Betrieb, Heft 16, April 2006 Seiten 849 bis 855.
- <sup>2)</sup> OECD 2006, www.oecd.org, DB Research, Worldbank World-GDP 2005, World Federation of Exchanges August 2006.
- <sup>3)</sup> DB Research & eigene Angaben der Dax-Unternehmen, Februar 2007.
- <sup>4)</sup> Deutsche Börse AG zum 31. Dezember 2006.
- <sup>5)</sup> DB Research, HFR, KPMG Research, Standard & Poor's, eigene Schätzungen, Daten vom: 30. März bis 31. August 2006.
- <sup>6)</sup> WatsonWyatt, Februar 2007; Börsen-Zeitung, 16. Januar 2007.
- <sup>7)</sup> Thomson Financial, 16. Januar 2007.
- <sup>8)</sup> BVK Statistik 2006, 20. Februar 2007, www.bvk-ev.de.
- <sup>9)</sup> Hedge Fund Research, 2007; Financial Times Deutschland, 12. Februar 2007.
- <sup>10)</sup> Vergleiche Davis, Lukomnik, Pitt-Watson: The New Capitalists, Seite 246 bis 247.
- <sup>11)</sup> Hermes Focus Asset Management (HFAM): Unternehmenspräsentation, November 2006. Vergleiche Becht/Franks/Mayer/Rossi (2006): Returns to Shareholder Activism, ECGI Working Paper in cooperation with Hermes.
- <sup>12)</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung, 31. Januar 2007.
- <sup>13)</sup> Vergleiche zu diesem Fall ausführlich Strenger (2006): „Aktionärs-Mitbestimmung statt ‚Verwaltungs-Edikte‘ – Gedanken zur Bayer-Offerte für Schering“, in: Börsen-Zeitung, 27. April 2006, Seite 13.