

**Veranstaltung:
Corporate Governance**

Berlin, 17. Mai 2006

- redigierte Vortragsfassung -

**Aktionärsrechte und -pflichten:
Die Sicht des institutionellen Investors**

von

Christian Strenger

Mitglied des Aufsichtsrats, DWS Investment GmbH, Frankfurt
Chairman, International Corporate Governance Network (ICGN)

**I. Gute Corporate Governance: essentielle Notwendigkeit (auch) für
Investoren und Vermögensverwalter**

- Umfangreiche empirische Ergebnisse belegen, daß gute Governance mit den Kernpunkten: zufriedenstellende Transparenz, ausreichende Unabhängigkeit und Abwesenheit wesentlicher Interessenkonflikte zu einer höheren Marktbeurteilung führt. Einige aktuelle Beispiele:
 - Eine Studie der Harvard Law School, nach der die Mißachtung von Aktionärsrechten eine niedrigere Unternehmensbewertung verursacht, zeigt eine negative Renditedifferenz zum Vergleichsportfolio von 7,4 % p.a. zwischen 1990-2003.¹

¹ Bebchuk / Cohen / Ferrell (2004): What matters in corporate governance?, Harvard Law School, Discussion Paper No. 491. Vergleichbare Resultate belegen Gompers / Ishii / Metrick (2003): Corporate Governance and Equity Prices, in: Quarterly Journal of Economics, 118, 107-155 sowie Cremers / Nair (2005): Governance Mechanisms and Equity Prices, in: Journal of Finance, 60, 2859-2894.

- Laut Deutsche Bank Research übertreffen europäische Unternehmen, die ihre Governance-Standards verbessert haben, ein Vergleichsportfolio um 4,4 % p.a.²
- Der auf europäische Unternehmen mit defizitärer Governance fokussierte Hermes European Focus Fund hat seine Benchmark um durchschnittlich 5,7 % p.a. zwischen Februar 2002 (Gründungsdatum) und März 2006 übertroffen.³
- Schon angesichts der staatlichen Finanzierungslücke sind bessere Renditen essentiell für Millionen von Investmentfonds-Kunden für deren Altersvorsorge und Ausbildung: Statt ständig sinkender Staatsrente muß die renditestarke Anlage in Aktien (Ertrag zwischen 1995 und 2005: 9 % p.a.⁴) wesentlicher Bestandteil der privaten Vorsorge werden.
- Für aktive Vermögensverwalter sind die Governance-bedingten Überrenditen unverzichtbar, da sie bei anhaltender Minderperformance durch die Marktkonkurrenz im Wettbewerb benachteiligt werden.

II. Die gestiegene Bedeutung von institutionellen Anlegern durch die zunehmenden Institutionalisierung der Kapitalmärkte ist ein unumkehrbarer Prozeß

- Das beeindruckende Wachstum der globalen Aktienmärkte der letzten 10 bis 15 Jahre ist eng verknüpft mit dem ebenso schnellen Wachstum der professionellen Vermögensverwalter (Investmentfonds, Pensionsfonds und Lebensversicherer). Deren Vermögenswerte haben sich in Prozent des BIP – trotz der Baissejahre 2001 und 2002 – seit Beginn der 90er Jahre mehr als verdoppelt und liegt mittlerweile deutlich über 100% des BIP.⁵ Die Bedeutung

² Grant (2005): Beyond the numbers – Corporate Governance in Europe; Deutsche Bank AG (Ed.), Global Equity Research – Strategy Focus. Für ähnliche Ergebnisse aus Deutschland vgl. Drobetz / Schillhofer / Zimmermann (2004): Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany, in: European Financial Management, 10, 267-293.

³ Quelle: Hermes Focus Asset Management (HFAM), Unternehmenspräsentation, Mai 2006. Der Hermes UK Focus Fund hat zwischen 1998 und 2005 eine Überrendite von 4,8 % p.a. erzielt. Vgl. Becht / Franks / Mayer / Rossi (2006): Returns to Shareholder Activism, ECGI Working Paper in cooperation with Hermes, forthcoming.

⁴ Vgl. o.V.: Ein lehrreiches Stück Aktienarchäologie – Das Renditedreieck des DAI, in: FAZ, 18. Februar 2006, S. 20.

⁵ Vgl. OECD 2005, www.oecd.org/statsportal/.

angloamerikanischer Investoren ist dabei weit überdurchschnittlich: US- und UK-Anleger kontrollieren 76% aller Vermögenswerte in den fünf liquidesten Aktienmärkten; ihr Auslandsinvestmentanteil wächst stetig, so daß sie inzwischen auch die bedeutendsten Anleger der großen internationalen Börsengesellschaften sind. Der überwiegende Teil dieser Aktieninvestments ist in den großen europäischen Märkten konzentriert. In Deutschland sind die internationalen Investoren inzwischen die entscheidende Anlegergruppe: ihr Anteil an den DAX 30-Gesellschaften beträgt durchschnittlich knapp 50%. Bei der Deutschen Börse wurde die 90%-Marke bereits überschritten.

- In Deutschland hat sich die Börsenkapitalisierung in Prozent des BIP von 17,6% in 1992 auf 43,7% in 2005 mehr als verdoppelt.⁶ Allerdings liegt das damit erreichte Niveau im Vergleich mit allen OECD-Ländern am unteren Ende – nur Österreich und Italien sind geringer kapitalisiert. Deutschland ist daher als kapitalmarktmäßiges Leichtgewicht auf internationale Investoren angewiesen. Das belegt auch die Zahl börsennotierter inländischer Aktiengesellschaften: Im März 2006 wurden in Deutschland nur 643 inländische Gesellschaften im Prime und General Standard notiert (im Freiverkehr zusätzlich ca. 150 deutschen Gesellschaften per Ende 2005). Dagegen kommen Großbritannien auf 2.809, USA auf 4.585 (Nasdaq und NYSE) und Japan auf 2.345 Börsenunternehmen.⁷
- Das heutige Gewicht der institutionellen Investoren im deutschen Markt: Die größte Dynamik weisen hier die Investmentfondsgesellschaften auf. Der Anteil des von ihnen verwalteten Finanzvermögens hat sich allein zwischen 1980 und 2001 von 2,5% des BIP auf 36,4% nahezu verfünzfach, gefolgt von den Lebensversicherern, deren Anteil sich im gleichen Zeitraum auf 41% verdreifacht hat.⁸ Und im Gegensatz zum rückläufigen Trend bei Bankeinlagen steigt das in Investmentfonds angelegte Privatvermögen mit 545 Mrd Euro in 2005 auch weiterhin an; Spezialfonds kommen sogar auf ein Fondsvermögen von 615 Mrd Euro.⁹ Dabei stellen Aktienfonds per Ende 2005 mit 33% unver-

⁶ Vgl. DAI Factbook 2005, 05-3.

⁷ Vgl. DAI Factbook 2005, 02-3.

⁸ Vgl. OECD Institutional Investors - Statistical Yearbook 2003.

⁹ Vgl. BVI Jahrbuch 2006, S. 88.

ändert die wichtigste Assetklasse der Privatanleger dar.¹⁰ Die Investmentanlage hat sich also nachhaltig etabliert; das belegt auch der steigende Anteil am privaten Geldvermögen. Doch trotz dieser stattlichen Wachstumsraten der Publikumsfonds belegt Deutschland auch hier im internationalen Vergleich bislang nur einen hinteren Platz: Das Investmentvermögen pro Kopf beträgt per Ende 2005 inklusive ausländischer Fonds deutscher Provenienz: 6.611 Euro, gegenüber Frankreich mit 19.316 Euro und USA mit 25.829 Euro.¹¹ Der Nachholbedarf der kapitalgedeckten Altersvorsorge wird auch hierdurch evident.

III. Die unterschiedlichen Rollen institutioneller Investoren auf dem internationalen Kapitalmarkt

Die professionellen Investoren sind keineswegs eine homogene Gruppe, sondern unterscheiden sich deutlich nach ihrem Anlageprofil und ihrem Zweck:

1) Die Investment- und Pensionsfonds sind die 'klassischen' institutionellen Anleger mit generell längerfristigem Ansatz. Während Pensionsfonds in Deutschland noch weitgehend ohne Bedeutung sind, verwalteten die 300 weltweit größten Pensionsfonds in 2004 mehr als US\$ 8,4 Billionen, mit anhaltendem Wachstum von zuletzt 27% gegenüber dem Vorjahr.¹² Vier der 10 größten Pensionsfonds kommen aus den USA; drei aus Japan und je einer aus Holland Korea und Taiwan. Vorreiter bei den Institutionen mit Governance-Fokussierung sind CalPERS und TIAA-CREF in den USA und Hermes in UK. Der Aktienanteil ihres Investments variiert, in UK beträgt er über 70%; in den USA sind mehr 50% die Regel mit entsprechend positiver Langfristwirkung für die Pensionsberechtigten.

Ähnlich gewichtig sind in Deutschland vor allem die unvermindert stark wachsenden Investmentfonds (so stieg in 2005 das deutsche Fondsvermögen der Spezial- und Publikumsfonds um 16%; die Aktienanlage bei Publikumsfonds sogar um 28%¹³).

¹⁰ Vgl. BVI Jahrbuch 2006, S. 92.

¹¹ Vgl. BVI Jahrbuch 2006, S. 97.

¹² Vgl. Watson Wyatt: „The world's 300 largest pension funds“, Online-Publikation, Dezember 2005 (www.watsonwyatt.com).

¹³ Vgl. BVI Jahrbuch 2006, S. 4.

- 2) Private Equity-Fonds, die auf den Kauf unterperformender bzw. unterbewerteter Firmen zielen, haben allein in 2005 europaweit 60 Mrd Euro neue Mittel eingesammelt.¹⁴ In Deutschland zeigen sie mit einem verwalteten Kapital von 54 Mrd Euro per Ende 2005 (davon 7,2 Mrd Euro neue Mittel) ein hohes Wachstum.¹⁵ Diese mittelfristig orientierten und auf größere Beteiligungen bzw. Gesamtunternehmen abzielenden Investoren sind vor allem für die Beschleunigung struktureller und ehemals notwendiger Veränderungen mitverantwortlich (in Deutschland sind z.B. MTU / KKR; WincorNixdorf / KKR positive Beispiele).
- 3) Am entgegengesetzten Ende der Palette bilden die generell kurzfristig ausgerichteten Hedge Fonds einen der am schnellsten wachsenden Teilmärkte innerhalb der globalen Kapitalanlage: betrug das Volumen aller ca. 1.000 Hedge Fonds in 1992 nur knapp US\$ 10 Mrd, so verteilte sich in 2005 ein Volumen von über US\$ 1.000 Mrd auf mehr als 7.000 Hedge Fonds.¹⁶ Eine korrekte Klassifizierung der Hedge Fonds ist allerdings schwierig: 'klassische' Hedge Fonds nutzen vorwiegend kurzfristige Marktschwankungen in vielfältigen Instrumenten aus, während andere (wie der viel zitierte Hedge Fonds TCI), durch massive Konzentration auf einzelne Investments (mit 10% bei der Deutschen Börse AG) kaum auf kurzfristige Realisierungen setzen können. Auch die intensive Einflußnahme auf die Deutsche Börse-Verwaltung ist für 'normale' Hedge Fonds untypisch.

IV. Aktionärsrechte: aktuelle Kapitalmarktentwicklungen bestätigen zunehmenden Einfluß der Aktionäre

- **Deutschland:** seit Mitte der 90er Jahre beschleunigter Wandel
 - In den 90er Jahren begannen die Investoren (insbesondere die DWS Investment), bei unterdurchschnittlich performenden Unternehmen die „Konzentration auf Kernkompetenzen“ einzufordern. Das aktive Eintreten

¹⁴ Vgl. European Private Equity and Venture Capital Association – EVCA: „2005 Record Year for European Private Equity Activity“, Pressemitteilung vom 16. März 2006 mit vorläufigen Zahlen („funds raised“); endgültige Zahlen für 2005 erscheinen im Juni 2006 (www.evca.com).

¹⁵ Vgl. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – BVK: „2005: Positives Jahr für deutsche Private Equity-Branche“, Pressemitteilung vom 14. Februar 2006 (www.bvk-ev.de).

¹⁶ Vgl. CSFB/Tremont.

für Aktionärsrechte war ein Novum und löste bei vielen Vorständen Verwunderung und Gegenreaktionen aus. Dennoch gab es bald erste sichtbare Erfolge: Auf der Daimler-Benz HV 1996 wurde die Ausübung der Aktienoptionen durch den Vorstand bereits nach sechs Monaten kritisiert. Aufgrund der Kritik erklärte sich das Management noch während der HV dazu bereit, die Sperrfrist der Optionen auf drei Jahre zu erhöhen. BASF reduzierte seine Aktivitäten auf die Chemie sowie Erdgas und gab zahlreiche Sparten (wie Pharma und Salz) auf. Siemens begann ein immer noch andauerndes Desinvestitionsprogramm.

- Mit dem 'Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich' (KonTraG) wurde 1998 in Deutschland das Rechtsumfeld bzw. die Stellung der Aktionäre deutlich verbessert. Eine Ausnahme bildet allerdings das deutsche Übernahmerecht: Auch nach seiner jetzt durch die EU-Übernehmerrichtlinie anstehenden Reform können Vorstand und Aufsichtsrat die Geschicke weitgehend ohne Aktionäre bestimmen.
- **Corporate Governance – Entwicklung von Kodices ab 1999:** Als Reaktion auf die Finanzkrisen in Rußland, Asien und Brasilien im Jahr 1998 wurden die OECD Corporate Governance Principles (1999) entwickelt, um eine Stärkung der nationalen Corporate Governance-Systeme zu fördern und damit das Vertrauen der Investoren in diese Länder zurückzugewinnen.¹⁷ In Deutschland entwickelte die auf eine Privatinitiative zurückgehende 'Grundsatzkommission Corporate Governance' (Frankfurter Grundsatzkommission) im Herbst 1999 einen 'Code of Best Practice', der im Januar 2000 veröffentlicht wurde.¹⁸ Diese Grundsätze basierten auf internationalen Governance-Standards – vor allem den OCED Principles – sowie den Erwartungen nationaler und internationaler Investoren. Zum ersten Mal verfügten deutsche Unternehmen damit über einen konkreten Leitfaden zur Darstellung ihrer eigenen Governance-Verhältnisse. Spätestens der Fall Holzmann hat auch der Bundesregierung die Bedeutung einer verbesserten Governance für die Entwicklung deutscher

¹⁷ Die OECD Principles of Corporate Governance wurden in 2004 aktualisiert. Vgl. www.oecd.org.

¹⁸ Vgl. Schneider / Strenger (2000): Die „Corporate Governance-Grundsätze“ der Grundsatzkommission Corporate Governance (German Panel on Corporate Governance), in: Die Aktiengesellschaft, 45. Jg., S. 106-113.

Unternehmen im internationalen Wettbewerbsumfeld nahe gebracht. Im Juli 2000 wurde die erste Regierungskommission für Corporate Governance ins Leben gerufen (Baums-Kommission). Diese Kommission entwickelte wegweisende Standards für deutsche Governance und gab detaillierte Empfehlungen zur Weiterentwicklung des deutschen Unternehmensrechts. Im September 2001 wurde eine zweite Regierungskommission (Cromme-Kommission) beauftragt, einen offiziellen 'Deutschen Corporate Governance Kodex' (Kodex) zu entwickeln, der im Februar 2002 veröffentlicht wurde.

- Der 'Deutsche Corporate Governance Kodex'¹⁹ als 'Eckstein' für anspruchsvolle Unternehmensführung und –kontrolle seit 2002: Der Deutsche Corporate Governance Kodex vom Februar 2002 bewirkte die konkrete Implementierung des Governance-Gedankens in Deutschland. Seine Anwendung wurde im Juli 2002 durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) in § 161 AktG gesetzliche Verpflichtung. Der grundsätzlich 'dispositive' Inhalt des Kodex unterliegt einer Erklärungspflicht bei Nichteinhaltung (der 'Soll-Empfehlungen'), dem sog. 'Comply or Explain'-Prinzip. Dieser Ansatz begegnet der in Deutschland unterentwickelten Bereitschaft zur freiwilligen Akzeptanz wichtiger Kapitalmarktregeln (wie früher bei Insider- und Übernahmekodex festzustellen). Mindestens so wichtig ist aber, daß die Kodex-Regelungen praxisbezogen gestaltet sind und pragmatisch fortentwickelt werden können – eine Daueraufgabe der deutschen Regierungskommission, die im Juni 2006 die dann relevanten Anpassungen des Kodex diskutieren wird.
- Die Kernanliegen des Corporate Governance-Kodex
 - » Mehr Transparenz für Investoren und weitere Stakeholder: Mit Transparenz als erstem 'Gebot' der Governance wird Informationsqualität und -vollständigkeit geschaffen. Mehr Transparenz deckt mögliche Fehlentwicklungen frühzeitig auf oder verhindert sie bereits im Ursprung (Präventivwirkung). Allerdings ist dem Kapitalgeber weder mit Überinformation noch mit zu dürftiger Information gedient. Vielmehr sind

¹⁹ Der 'Deutsche Corporate Governance Kodex' in der aktuellen Fassung vom 2. Juni 2005 ist auf der offiziellen Internetseite der Regierungskommission Corporate Governance abrufbar unter: www.corporate-governance-code.de.

ausreichender Realitätsgehalt, Nachvollziehbarkeit und Stetigkeit gefragt. Hierzu ist auch eine ausführliche Berichterstattung über die Corporate Governance des Unternehmens im Geschäftsbericht unerlässlich – auch über die Sollte-Anregungen (3.10).

» Aufsichtsrat: Ausreichende Unabhängigkeit sowie Effizienz und Qualität:

Die Hauptkriterien für ausreichende Unabhängigkeit sind seit Juni 2005 im Kodex beschrieben und geben den Gesellschaften einen gewissen Definitionsspielraum. Natürlich sollte 'ausreichende Unabhängigkeit' nicht bedeuten, daß im Aufsichtsrat nicht auch Vertreter von Großaktionären repräsentiert sein können bzw. sollten. Im Gegenteil: familiendominierte Börsenunternehmen können mit entsprechender Aufsichtsratsbesetzung überdurchschnittliche Langfristergebnisse aufweisen (BMW, Henkel). Es gilt also, die richtige 'Mischung' im jeweiligen Gremium zu finden. Das Qualitätskriterium betrifft vor allem die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder, die angesichts der erforderlichen unterschiedlichen Kenntnisse und Fähigkeiten (wie professionelle Erfahrung und Internationalität) als Einzelwahl erfolgen soll (5.4.1 und 5.4.3). Der Wechsel eines Vorstandsmitglieds in den Aufsichtsrat soll nicht die Regel sein und als Ausnahmefall der HV begründet werden (5.4.4).

Ein wesentliches Hemmnis auf dem Weg zu erstklassiger Governance ist die deutsche Mitbestimmung. Die dadurch bedingte zu hohe Mitgliederzahl des Gremiums sowie dessen 'Polaritäts'-Probleme zwischen den Interessen der Anteilseigner und der Arbeitnehmer sorgen im Ausland immer wieder für Unverständnis über dieses deutsche 'Alleinstellungsmerkmal'. Da aus politischen Gründen trotz der kürzlichen Einrichtung einer Mitbestimmungskommission keine kurzfristige Verbesserung zu erwarten ist, ist die Einrichtung von Ausschüssen zur Behandlung komplexer Sachverhalte (5.3.1) umso wichtiger. Vorrangig ist hier ein Prüfungsausschuß ('Audit Committee' – 5.3.2), der insbesondere Fragen der Rechnungslegung, des Risikomanagements und der Unabhängigkeit des Abschlußprüfers zu behandeln hat. Bei der Besetzung der Ausschüsse sollte die fachliche Qualifizierung der Ausschußmitglieder eindeutig den Vorrang vor dem rechtlich ehemals

nicht erforderlichen Mitbestimmungsproporz haben. Die Prüfung der Effizienz seiner Tätigkeit ('Board Review' – 5.6) soll dem Aufsichtsrat einmal jährlich die Bestätigung liefern, daß die richtigen Fragen in ausreichendem Umfang behandelt werden. Best Practice ist hier die regelmäßige Einbeziehung externer Expertise, um unbeeinflusste Aussagen zur Verbesserung der Aufsichtsratsarbeit zu ermöglichen.

» Verbesserte Angemessenheit der Vergütungen (§ 87 AktG) und nachvollziehbare Vergütungssysteme, auch durch individuelle Transparenz: Mit einer allgemein verständlichen, kompakten Erläuterung der Grundzüge des Vergütungssystems einschließlich Aktienoptionsplänen im Geschäftsbericht und auf der HV (4.2.3 Abs. 3 und 4) soll den Aktionären ausreichend Rechenschaft abgelegt werden. Wesentliche Qualitätsstandards sind:

- Die fixen und variablen Vergütungsbestandteile müssen für sich und insgesamt angemessen sein (§ 87 AktG; 4.2.3 Abs.1).
- Dazu gehört auch die Vereinbarung eines angemessenen Selbstbehalts bei Abschluß einer D&O-Versicherung (3.8).
- Aktienorientierte Vergütungen (wie Optionen) mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter sollen auf vorher festgelegte (anspruchsvolle) Vergleichsparameter bezogen sein (4.2.3 Abs. 2).
- Eine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele (z.B. 'Option Repricing') soll ausgeschlossen sein (4.2.3 Abs. 2).
- Für außerordentliche, nicht vorhergesehene Entwicklungen soll der Aufsichtsrat eine Begrenzungsmöglichkeit vereinbaren (Cap; 4.2.3 Abs. 2).

Das ab 2006 geltende Gesetz zur individualisierten Offenlegung von Vorstandsvergütungen ist auch das Ergebnis einer zu starren Haltung zu vieler DAX-Unternehmen bei der Umsetzung dieser Kodex-Empfehlung (4.2.4). Damit wurde eine Chance zur praxisnahen Selbstregulierung vertan. Da das Gesetz auf Einzelangaben abstellt, sollten durch einen separaten Vergütungsbericht mit ausführlicher Erläuterung der Bemessungsgrundlagen und einer standardisierten Darstellung der wesentlichen Vergütungselemente aussagekräftige Analysen und Vergleiche ermöglicht werden.

» Offenlegung von Eigengeschäften und Interessenkonflikten: Hier sieht der Kodex vor, daß Interessenkonflikte, Eigengeschäfte und Nebentätigkeiten

der Vorstandsmitglieder unverzüglich den Vorstandskollegen und dem Aufsichtsrat offenzulegen sind (4.3.4 Satz 1). Alle Geschäfte zwischen dem Unternehmen und den Vorstandsmitgliedern (sowie ihnen nahe stehenden Personen oder Unternehmen) haben branchenüblichen Standards zu entsprechen (4.3.4 Satz 2). Aufsichtsratsmitglieder sollen Interessenkonflikte dem Aufsichtsrat gegenüber offen legen (5.5.2). Auch hier soll sich die heilsame Präventivwirkung der Transparenz entfalten. Im Falle wesentlicher und nicht nur vorübergehender Interessenkonflikte sieht der Kodex die Beendigung des Mandats vor (5.5.3).

Dennoch wird mit diesen Vorgaben häufig noch erstaunlich umgegangen. So das meistdiskutierte Beispiel der letzten Wochen: erst recht nach der Beteiligung von Porsche an VW ist für den VW-Aufsichtsratsvorsitzenden ein überdeutliches Konfliktpotential entstanden. Inwieweit der jetzt eingerichtete Governance-Ausschuß hier umfassende Konfliktanalyse und -vermeidung bringt, ist angesichts des Profils der handelnden Personen abzuwarten. Bei Fresenius Medical Care (FMC) wurde 2005 angesichts einer Veränderung der Konzernstruktur auf Drängen institutioneller Aktionäre ebenfalls ein Governance-Ausschuß eingesetzt, der aber trotz andersweitiger Zusagen nun doch mit einem Fresenius-Konzernvertreter besetzt ist. Damit ist natürlich die zwingend erforderliche Neutralität der Mitglieder konterkariert. Bei der Fraport AG soll auf der bevorstehenden HV der Lufthansa-Vorstandsvorsitzende Mayrhuber auf Wunsch dieses seit kurzem 10%igen Aktionärs in den Aufsichtsrat einziehen. Angesichts der dominierenden Kundenposition der Lufthansa mit über 60%igem Anteil am Geschäft des Frankfurter Flughafens und sonstiger Konfliktpotentiale wird es intensiver Anstrengungen bedürfen, um auch rechtlich relevante Vorgänge ordnungsgemäß zu behandeln (der Aufsichtsrat ist gemäß Aktiengesetz und Kodex-Ziffer 5.5.1 ad personam dem Unternehmensinteresse verpflichtet).

- » Unabhängigkeit des Prüfers: Der Aufsichtsrat und der Prüfungsausschuß sollen für ausreichende Unabhängigkeit des Prüfers sorgen (7.2.1 Abs. 1). Dazu zählt insbesondere die Unabhängigkeitserklärung des Prüfers, die auch Angaben zur aktuellen und geplanten Höhe von Nicht-

Prüfungsleistungen enthalten soll (7.2.1 Abs. 1). Schließlich soll der Aufsichtsrat mit dem Prüfer die unverzügliche Berichtspflicht über mögliche Ausschluß- oder Befangenheitsgründe während des Prüfungszeitraums vereinbaren (7.2.1 Abs. 2).

- **Zu geringe HV-Präsenzen – Besserung durch neues 'Record Date'-System ab 2006:** Ein wesentliches deutsches Governance-Defizit ist die bisher unzureichende Beteiligung der Aktionäre an Hauptversammlungen. So sind die Teilnahmequoten in den letzten Jahren bei großen DAX-Gesellschaften auf zum Teil unter 30% gesunken. Mit dem Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) wurde ab 2006 das international bewährte 'Record Date'-System eingeführt. Hierdurch ist die bisher durch die Pflicht der Hinterlegung der Aktien bedingte Zurückhaltung internationaler Investoren positiv verändert worden: in der diesjährigen HV-Saison sind die Präsenzen erstmals nennenswert höher ausgefallen (z.T. +25%).²⁰
- **Europa:** Bereits mit dem Aktionsplan für Finanzdienstleistungen von 1999 und der Rechnungslegungsstrategie aus 2000 zur Einführung einheitlicher internationaler Standards (IFRS) wurde in der EU ein wirksames Konzept verfolgt, um die globale Leistungs- und Wettbewerbsfähigkeit der EU-Unternehmen zu steigern. In 2002 legte eine hochrangige Expertengruppe im Auftrag der EU Kommission einen Bericht zur Corporate Governance in der EU und zur Modernisierung des europäischen Gesellschaftsrechts vor. Wenngleich in quantitativ geringerer Zahl bzw. Volumina als in den USA, so haben auch in Europa prägnante Unfälle (Ahold, Parmalat) den Handlungsbedarf zusätzlich verschärft. Mit dem EU Aktionsplan vom Mai 2003 wurden kurz-, mittel- und langfristige Maßnahmen zur Stärkung der Aktionärsrechte und -pflichten programmiert. Bisher wurden folgende Richtlinien und Empfehlungen der EU Kommission vorgeschlagen bzw. verabschiedet:
 - Empfehlungen zur Zusammensetzung des Aufsichtsrats (15. Februar 2005): angemessene Anzahl unabhängiger Aufsichtsratsmitglieder

²⁰ Vgl. o.V. (2006): Hauptversammlungspräsenz nimmt wieder zu, in: FAZ, 11. Mai 2006, S. 25.

- Empfehlungen zur Einrichtung von AR-Ausschüssen (15. Februar 2005) insbesondere für Abschlußprüfung, Nominierung und Vergütung
- Empfehlungen zu Vergütungsfragen (14. Dezember 2004): verbesserte Veröffentlichungsstandards, auch für einzelne Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder; Genehmigung von Aktienoptionsplänen durch die HV und Bilanzierung der Kosten von Aktienoptionsplänen
- Die Richtlinie zur Bilanzierungspraxis und Transparenz steht vor der Verabschiedung (Richtlinien-Entwurf vom 27. Oktober 2004).
- Der derzeit vorliegende Entwurf einer Richtlinie zur Stärkung der Aktionärsrechte vom 5. Januar 2006 soll Verbesserungen zur Stimmrechtsausübung durch erleichterten Zugang zu relevanten HV-Unterlagen und die Aufhebung von Hindernissen für die grenzüberschreitende Stimmabgabe bewirken.
- **OECD:** Diese Weltorganisation hat in 1999 erstmals international gültige Benchmark-Vorgaben erstellt (die 'OECD Principles of Corporate Governance'), die inzwischen akzeptierter globaler Standard sind. Sie wurden in 2004 an neueste Entwicklungen angepaßt (u.a. wurde die Rolle der institutionellen Investoren deutlicher hervorgehoben).
- **International Corporate Governance Network (ICGN):** Das ICGN verfolgt mit über 400 Mitgliedern die Governance-Anliegen internationaler Investmentinstitutionen, die in Summe über 10 Billionen Euro Vermögen verwalten; es gilt als Vorreiter bei der Verfolgung guter Governance Praktiken. Nicht nur durch eigene Corporate Governance Grundsätze, sondern auch durch Stellungnahmen und Leitlinien zu wichtigen Einzelthemen wie angemessene Vorstandsvergütungen und Aktionärsrechte und -pflichten werden praxisorientierte Vorgaben entwickelt.
- **Die Ausübung der Aktionärsrechte: Beispiele von anglo-amerikanischen Pensionsfonds**
 - Der 'Relational Investment'-Ansatz – Aufbau und Verfolgung konstruktiver Beziehungen: Diesen Ansatz vertreten die britischen Hermes-Focus-Funds. Zunächst werden auf der Basis von unternehmensspezifischen Fundamentaldaten unterbewertete Gesellschaften identifiziert. Daraus werden

dann ausreichend finanziell solide Gesellschaften ausgewählt, die ein signifikantes langfristiges Performancepotential durch die Behebung von Governance-Defiziten aufweisen. Im zweiten Schritt wird ein nicht unwesentlicher Anteil von 1% bis 5% an diesen Unternehmen erworben. Aus dieser Aktionärsstellung heraus wird mit dem Management und dem Aufsichtsrat Kontakt aufgenommen, um durch gemeinsam erarbeitete Maßnahmen die Unterbewertung zu korrigieren. Der dazu notwendige konstruktiv-kritische Dialog betrifft vorrangig Veränderungen in Einzelfragen der Corporate Governance, der Kapitalstruktur oder des Investitionsverhaltens.

- Intensive Verfolgung von Corporate Governance-Grundsätzen mit Unternehmensvertretern: TIAA-CREF mit US\$ 340 Mrd verwalteten Assets gilt als Governance-Benchmark für US-Pensionsfonds und setzt auf eigene, detaillierte Corporate Governance-Grundsätze²¹, die allen Portfoliounternehmen zur Verfügung gestellt werden. Die Grundsätze werden unter Einbeziehung der Vorstellungen und Anregungen der Unternehmen regelmäßig überprüft und angepaßt.

Stellt TIAA-CREF bei Portfoliounternehmen wesentliche Defizite in der Anwendung seiner Grundsätze fest, werden in intensiven Unternehmensgesprächen Lösungen erörtert. Das Ziel ist die geräuschlose Problemlösung ohne Einbindung der Öffentlichkeit. 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: CalPERS ist der bekannteste und mit US\$ 180 Mrd verwalteten Assets einer der größten US-amerikanischen Pensionsfonds. Er hat ebenfalls den Grundgedanken, die Portfoliounternehmen für eine aktionärsbezogene Geschäftspolitik zu gewinnen. Auch da ein erheblicher Teil der Vermögen passiv, d.h. nach Indexvorgaben, verwaltet werden, bedient sich CalPERS eines systematischen Monitorings der Portfoliounternehmen auf der Basis strukturierter Vorgaben. Dies sind beispielsweise die präzise Einhaltung von

²¹ TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance, Januar 2004, www.tiaa-cref.org.

Rechnungslegungsstandards oder die Board-Mehrheit von unabhängigen Outside-Directors.

Die Umsetzung dieser veröffentlichten Governance-Kriterien wird unterstützt durch 'one-on-one'-Gespräche mit dem Top-Management und unabhängigen Non-Executives. Bekanntgeworden ist CalPERS auch durch seine 'Focus List', in der jährlich jene Portfoliounternehmen veröffentlicht werden, die eine schlechte Performance durch erhebliche Governance-Mängel aufweisen. Setzen die 'Focus List'-Unternehmen die Verbesserungsvorschläge nicht um, beginnt CalPERS mit Shareholder Proposals, der Einschaltung der Non-Executives bis hin zu einem Proxy Fight mit dem Ziel, das Management des Unternehmens oder den gesamten Board auszutauschen. Letztes Mittel ist die öffentlichkeitswirksame Ankündigung eines Verkaufs der Beteiligung.

- **Ausübung der Aktionärsrechte in der deutschen Praxis:** Die Diskussion mit der Verwaltung und die qualifizierte Stimmabgabe auf der HV ist trotz gestärkter Aktionärsrechte noch nicht die Regel. Vor allem bei Pensionskassen und –fonds sowie Versicherungen werden Governance-Fragen noch eher zurückhaltend verfolgt.

Insgesamt sind jedoch – vorrangig durch die deutschen Fondsgesellschaften und die internationalen Pensionsfonds – deutliche Fortschritte auszumachen. Jüngste Beispiele sind:

- die Ablehnung von überzogenen genehmigten Kapitalerhöhungen zur ungebundenen Verwendung durch Vorstand und Aufsichtsrat bei den DAX-Werten Continental und Hypo Real Estate sowie
- das Scheitern eines besonders dreisten Plans der Verwaltung der Biotest AG, den Vorständen Aktienoptionen zu einem Bezugskurs von weniger als einem Zehntel des derzeitigen Börsenkurses einzuräumen.

Im Falle von wesentlichen Übernahmen sind die Aktionärsrechte allerdings noch defizitär:

- Bei der jüngsten Bayer-Akquisition von Schering werden zwei Drittel der derzeitigen Bayer-Marktkapitalisierung bzw. mehr als das 10fache des letzt-

jährigen Bayer-Konzerngewinns für eine hochpreisige Akquisition ausgegeben.²² Nachdem Bayer jahrelang im Bereich Pharma Rückschläge erlitten hat und desinvestierte, wird der Konzern nun einer erheblichen strukturellen Veränderung mit erheblichen Konsequenzen für die Finanzstruktur unterzogen (u.a. Erhöhung der Verschuldung um 12 Mrd Euro auf 21 Mrd Euro). Handelt es sich hierbei wirklich noch um eine 'Leistungs- bzw. Geschäftsführungsmaßnahme' des Vorstands? Da der gesamte Bayer-Konzern mit dieser strategischen Kehrtwende erheblich und nachhaltig verändert wird, dürfte es sich wohl um eine wesentliche 'Strukturmaßnahme' handeln. Dann wäre es aber vorgegeben, die durch die Veränderung ihres Eigentums betroffenen Bayer-Aktionäre in die Entscheidung aktiv einzubinden. Das Bayer-Argument, gemäß § 119 (2) AktG, der Rechtsprechung und dem Übernahmegesetz sei keine HV-Zustimmung erforderlich, ist zumindest aus wirtschaftlicher Sicht nicht überzeugend. Und wenn der Vorstand aus nachvollziehbarem Managementinteresse einer Zustimmung durch seine Eigentümer nicht zuneigt: ist dann nicht gemäß § 111 (3) AktG durch den Aufsichtsrat eine HV einzuberufen, da "das Wohl der Gesellschaft es fordert"? Auch der Gedanke des in Deutschland neuerdings geforderten 'mündigen' Aktionärs sowie internationale 'Best Practice' sprechen für eine Einbeziehung der Aktionäre.

V. Aktionärspflichten: Corporate Governance-Verantwortlichkeiten institutioneller Investoren

1) 'Externe Governance' als Instrument nachhaltiger Outperformance

- **Wahrnehmung der Aktionärs- und Gläubigerrechte in vielfältiger Form, auch durch sichtbare Maßnahmen**
 - Qualifizierte Stimmrechtsausübung und Hauptversammlungspräsenz (auch via Proxy) sind die zentralen und zugleich sichtbarsten Elemente der Wahrnehmung der Aktionärsrechte. Hierfür sind neben standardisierten Prozessen individuelle Vorgehensweisen festzulegen, die der Verwaltung,

²² Vgl. zu diesem Fall ausführlich Strenger (2006): „Aktionärs-Mitbestimmung statt 'Verwaltungs-Edikte' – Gedanken zur Bayer-Offerte für Schering“, in: Börsen-Zeitung, 27. April 2006, S. 13.

aber auch den übrigen HV-Teilnehmern einen nachhaltigen Eindruck von der sachgerechten Interessenwahrnehmung für die Anlegerkunden geben.

- Wahrnehmung von Anlegerinteressen in Einzelgesprächen: Dies ist ein wesentlicher Teil der zielführenden Umsetzung des Anlegerauftrags, da durch individuelle Gespräche eine intensivere Beurteilung vor allem strategischer Fragen möglich wird. Natürlich sind hierbei die gesetzlichen Insiderregeln zu berücksichtigen.
- Verhalten bei besonderen Anlässen wie Übernahmetransaktionen oder Kapitalerhöhungen: Hier ist das Interesse der Anleger aktiv zu wahren und dabei unter anderem zwischen kurzfristigen Kurssteigerungen und längerfristigem Wertzuwachspotential abzuwägen.

Die Einforderung des Aktionärsinteresses wird nach der Umsetzung der EU-Übernahmerichtlinie zwingender denn je: hier werden nämlich alle Übernahmehindernisse zunächst festgeschrieben. Den Unternehmen bzw. der Verwaltung wird deren Beseitigung durch den Vorschlag einer entsprechenden Satzungsänderung an die HV weitgehend in ihr eigenes Ermessen gestellt, wovon jedoch regelmäßig wenig Gebrauch gemacht werden dürfte (sogenannter 'opt in'-Ansatz). Den Unternehmensverwaltungen ist mithin zu verdeutlichen, daß die Aktionäre über wesentliche Veränderungen in ihrem Eigentum selbst befinden wollen, statt einen eigeninteressierten Vorstand im Verein mit dem (mitbestimmten) Aufsichtsrat entscheiden zu lassen. Dies gilt genauso für die Käuferseite: Das jüngste Beispiel der Bayer-Akquisition von Schering zeigt die Notwendigkeit einer kritischen Bewertung und der Zustimmung zu strukturellen Veränderungen des Unternehmens.

- Die Verfolgung eines konstruktiv-kritischen Dialogs mit einem 'Level Playing Field'-Ansatz anstelle rein konfrontativen Verhaltens ist essentiell, um Governance-Defizite im Anlegerinteresse zu beheben. Erfolgreiche Beispiele sind:
 - die Einrichtung eines Corporate Governance-Ausschusses, der die Wahrung der Rechte von Minderheitsaktionären überwacht (FMC, VW) –

die Wirksamkeit dieser Maßnahme muß sich in der gelebten Praxis allerdings noch erweisen;

- die Ablehnung einer Satzungsänderung, die eine Treuepflicht der Aktionäre gegenüber ihren Mitaktionären festschreiben sollte (Infineon) sowie
- die Neugestaltung der Aufsichtsratsvergütung bei GPC Biotech (statt Barvergütung Anbindung an Forschungserfolg).

Andere Beispiele belegen die noch bestehenden Grenzen des Aktionärsinflusses. So wurde die massive Kritik der Aktionäre an der Geschäftsstrategie (Kauf von Chrysler, Bau von Kleinwagen) der DaimlerChrysler AG über lange Zeit von Vorstand und Aufsichtsrat ignoriert. Auch bei VW wurden erst nach den eindrücklichen 'Unfällen' im Personalbereich und massiven Aktionärs- und Medienprotesten wesentliche Schritte für eine bessere Governance eingeleitet.

- Klare Darstellung und Kommunikation der eigenen Governance-Vorstellungen: Durch die Darstellung der eigenen Governance-Leitlinien im Geschäftsbericht und auf der Website sollen die Unternehmen ein deutliches Bild über die Kriterien des jeweiligen Portfolio-Managers erhalten. Hierbei sind insbesondere der verfolgte Investmentansatz bzw. die grundsätzlichen Zielvorstellungen zu verdeutlichen.
- Last but not least: Die gewachsene Bedeutung der Fondsmanager beinhaltet eine Verpflichtung zur Mitgestaltung des Marktumfelds. Fondsgesellschaften sollten also aktiv in einschlägigen Gremien an der Verbesserung der Umfeldbedingungen des Kapitalmarkts mitwirken.

2) 'Interne Governance': wesentliche Voraussetzung zur Wahrung des Kundenvertrauens

- Mehr denn je muß auch eine Fondsgesellschaft nachvollziehbar beweisen, daß sie ausschließlich im Kundeninteresse tätig ist. Die Erfahrungen nicht nur in den USA belegen, daß der Markt die Asset Manager inzwischen sehr aufmerksam dahingehend überprüft, ob sie dies nicht nur als Lippenbekenntnis verfolgen.

- Wesentliche Voraussetzung hierfür ist die Einhaltung klarer Funktionentrennung sowohl innerhalb der Fondsgesellschaft, aber auch zu den Eigentümern bzw. deren anderer Aktivitäten wie Investment Banking. Insbesondere in Deutschland bzw. Kontinentaleuropa ist dies angesichts der überwiegend durch Kreditinstitute geprägten Eigentümerstruktur vorrangig. Dies betrifft nicht nur die Anlagepolitik, sondern auch die Abwicklung bzw. Kontrolle von Transaktionen.
- Für die Bewältigung von potentiellen Konflikten ist die ausreichend unabhängige Besetzung des Aufsichtsgremiums entscheidend. Die Besetzung des Aufsichtsrats einer KAG sollte also nicht nur anspruchsvollen Kriterien für Fachwissen, sondern auch für ausreichende Unabhängigkeit genügen. Während dies in den entsprechenden Gremien in angelsächsischen Ländern entweder gesetzlich vorgegeben oder zumindest praktisch realisiert wird, sind die Verhältnisse in Kontinentaleuropa und auch in Deutschland noch erheblich anders. Nur bei einer großen deutschen Fondsgesellschaft erfolgt die Begleitung und Kontrolle durch einen mehrheitlich unabhängigen Aufsichtsrat und ein Audit Committee zur Intensiv-Kontrolle komplexer Vorgänge. Auch hier hängt die Frage der Qualität des Aufsichtsrates davon ab, daß die handelnden Personen nicht nur formell unabhängig sind, sondern Persönlichkeiten mit Statur darstellen, die den Mut zu einem begründeten Nein haben.
- Ebenso sind transparente Kostenstrukturen und eine nachvollziehbare und standardisierte Performance-Messung wesentlich.

VI. Steigende gesamtwirtschaftliche Bedeutung institutioneller Anleger und guter Governance

- Die steigende gesamtwirtschaftliche Bedeutung der institutionellen Investoren leitet sich aus ihren grundlegenden makroökonomischen Funktionen ab. Sie bestehen (i) in ihrer Fähigkeit zur Ressourcentransformation über die Zeit, z.B. für die Altersvorsorge, aber auch über geographische Regionen und zwischen Industrien, (ii) in der effizienten Risikodiversifikation der Portfolios und (iii) in der kostengünstigen Sammlung von Kapital zur Realisierung von Skaleneffekten.

▪ Erleichterte und rationalere Unternehmensüberwachung

Zunehmend wichtige makroökonomische Funktion der institutionellen Investoren ist die erleichterte und rationalere Unternehmensüberwachung: Die professionelle Wahrnehmung der Anlegerinteressen kann nur durch die Fokussierung der Investments durch wenige Institutionen, professionelles Vorgehen und die Bündelung der Stimmen einer Vielzahl von sonst unbedeutenden Aktionären überzeugend erreicht werden.

▪ Meßbare und dauerhafte Vorteile für Investoren und Unternehmen

Der gesamtwirtschaftliche als auch individuelle Nutzen der effizienten Verfolgung guter Governance ist durch die eingangs genannten empirischen Beispiele gut belegt: die Investoren können durch die Verfolgung guter Governance mit überdurchschnittlichen Vermögenszuwächsen rechnen. Für die Unternehmen bietet bessere Governance aufgrund des höheren Anlegervertrauens und niedrigerer Renditeerwartungen ihrer Aktionäre die Chance einer Höherbewertung mit entsprechend niedrigeren Eigenkapitalkosten.

▪ Gute Governance hat auch für die anderen 'Stakeholder' eine deutlich positive Wirkung

- Kreditgeber haben Corporate Governance zunehmend als wesentlichen Bewertungsfaktor in ihre Kreditanalyse aufgenommen und geben ihre Bewertung in die Kreditkostenberechnung ein.
- Aber auch die weiteren Stakeholder (Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten, Öffentlichkeit) schätzen Unternehmen mit guten Governance-Verhältnissen positiver ein: mehr Offenheit durch überzeugende Transparenz sorgt also für besseres Verständnis der marktwirtschaftlichen Gegebenheiten im Interesse aller.