

Number 13

Working Paper Series by the University of Applied Sciences of bfi Vienna



Corporate Governance im Kontext Investoren-orientierter Unternehmensbewertung

Mit Beleuchtung des Prime Market der Wiener Börse

März 2005

Walter Wosner

Absolvent des Fachhochschul-Studiengangs
Europäische Wirtschaft und Unternehmensführung

Inhaltsverzeichnis

1	Themenstellung und Relevanz des Themas.....	4
2	Der ÖCGK im Spiegel internationaler Entwicklungen	5
2.1	Entstehung und Ziel.....	5
2.2	Geltung und Regelungsbereiche	7
2.3	Verbreitung	10
3	Standortbeleuchtung Wiener Börse und Prime Market.....	10
3.1	Segmentierung	10
3.2	Volumen und Wachstum.....	11
3.3	Listings.....	12
3.4	Kennzahlenbewertungen	14
3.5	Öffentliche Aussagen zur Standortentwicklung	15
4	Expertenmeinungen zur Themenstellung.....	16
4.1	Ziel der Interviews	16
4.2	Tendenzielle Inhalte aus den Fachmeinungen	17
4.2.1	<i>Kontext CG und UB und Unternehmenswert.....</i>	<i>17</i>
4.2.2	<i>Schutz der Investoren, Recht, Interessenskonflikte</i>	<i>18</i>
4.2.3	<i>Transparenz und Resonanzen</i>	<i>19</i>
4.2.4	<i>Anwendung und Entwicklung ÖCGK.....</i>	<i>20</i>
5	Zusammenfassende Schlussbetrachtung.....	21
6	Quellenverzeichnis	23

1 Themenstellung und Relevanz des Themas

Die diesem Beitrag zugrunde liegende Diplomarbeit beschäftigt sich mit der Fragestellung, in welchem Zusammenspiel und in welcher Verknüpfung Corporate Governance (im Weiteren CG) und die zahlenmäßige Unternehmensbewertung (im Weiteren UB) aus Investorensicht in Theorie und Praxis (unter weiterer Beleuchtung des österreichischen Kapitalmarktes – als Betrachtungsobjekt der Prime Market als liquidestes Segment des Handelsplatzes) stehen. Im Auszug und in der Zusammenfassung des vorliegenden Working Papers wird ausschließlich auf die Beobachtungen am Prime Market eingegangen. Die Beleuchtung der Fachtheorie von CG und UB wurde weggelassen.

Die Thematik selbst erhält Relevanz durch internationale Tendenzen, Unternehmen, welche sich zu einem CG-Kodex bekennen, höher zu bewerten als ihre Mitbewerber ohne Kodex. *McKinsey* kann hier eine Spanne eines möglicherweise zahlbaren Premium-Aufschlages von zwölf/vierzehn Prozent (Nordamerika, Westeuropa) bis zu dreißig Prozent (Osteuropa, Afrika) – je nach Wirtschaftsraum – feststellen.¹ Eine Stärkung der Anlegerrechte bewirkt Untersuchungen zufolge zudem eine erfolgreichere Unternehmensperformance.² Aktionärsrechte und ein entsprechender CG-Kodex werden in der jüngeren Vergangenheit verstärkt und vehement eingefordert.³ In den USA ist der größte US-Pensionsfonds CalPERS bereits Ende der Achtzigerjahre in eine Vorreiterrolle für CG geschlüpft und konnte in weiterer Folge außergewöhnliche wirtschaftliche Erfolge bei seinen Beteiligungen erzielen.⁴ Eingeräumt müssen jedoch auch Beobachtungen werden, durch die keiner der genannten Zusammenhänge oder Einflüsse zu erkennen ist.⁵

Nun ist auch in der jüngeren Geschichte ein Österreichischer Corporate Governance Kodex (im Weiteren ÖCGK) entstanden [herausgegeben vom Österreichischen Arbeitskreis für Corporate Governance (im Weiteren ÖACG) – Anm.].⁶ Somit kann die Frage gestellt werden, ob in Österreich im inhaltlichen und formalen Bereich eines Kodex Unterschiede zu anderen Regelungswerken bestehen. Weiters kann die Frage

¹ Vgl. McKinsey (2002): S.1ff.

² Vgl. P. Gompers, J. Ishii, A. Metrick (2003): Abstract

³ A. Kramer (2004): S.2

⁴ Vgl. M. Fichtinger (2003): S.68

⁵ Vgl. U. Papendick (2005): S.15

⁶ Vgl. ÖACG (2002): S.1ff.

erhoben werden, ob und in welcher Form an der Wiener Börse bzw. am Prime Market – in Analogie zu bereits dargelegten internationalen Tendenzen – der Kodexannahme mit einem Preispremium entsprochen wird, bzw. mit welchem Stellenwert der ÖCGK und seine Inhalte, am Kapitalmarkt, bemessen werden.

2 Der ÖCGK im Spiegel internationaler Entwicklungen

2.1 Entstehung und Ziel

Die Entstehung des ÖCGK Projektes liegt im Herbst 2001. Das ist relativ spät im Vergleich zu fast allen anderen europäischen Nationen. Diese sollen zu jener Zeit bereits einschlägige Regelwerke aufgewiesen haben.⁷ Auf jeden Fall wird den USA (CalPERS, American Law Institute) 1994, im UK 1992 (Cadbury Code), in Deutschland 1998 (KonTraG – Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich), in der Schweiz 2001 (Vernehmlassung – „Richtlinien betreffend Informationen zu CG“) spätestens ab den genannten Zeitpunkten die öffentlichkeitswirksame Einrichtung von CG-Regeln erstmals nachgewiesen.⁸ Die OECD beschäftigt sich seit 1998, die EU seit 2001 mit der Thematik.⁹

Im Zentrum aller Überlegungen der zukünftigen österreichischen CG-Normen stand die Stärkung des Anlegervertrauens in den österreichischen Kapitalmarkt. Der Glaube an die internationalen Finanzmärkte war kurz zuvor durch weltweite Krisen arg in Mitleidenschaft gezogen worden. Durch stärkeres Anlegervertrauen sollte zudem der österreichische Kapitalmarkt an sich belebt werden und so höheres Marktvolumen geschaffen werden. Die internationale Konkurrenzfähigkeit des heimischen Kapitalmarktes schien ohne die Signalwirkung eines eigenen Kodex zu schwanken. Außerdem erschien eine auf die nationalen Verhältnisse angepasste Struktur ebenso notwendig, wie eine einzige und einheitliche Ausbildung, um ein unübersichtliches Nebeneinander von verschiedenen Kodizes auf einem international gesehen kleineren Börseplatz zu vermeiden.

⁷ Vgl. G. Hrebicek (2003b): S.118

⁸ Vgl. I. Gampe, H. Haeseler (2002): S.120ff.

⁹ Ebenda: S.124f.

Erreicht werden sollten diese Vorhaben durch ein Regelwerk, eingebettet in österreichisches Gesellschaftsrecht, und einen Ansatz zur langfristigen Unternehmenswertschaffung, erhöhte Transparenz und Unabhängigkeit der [Prüf]organe sowie ein verbessertes Zusammenspiel des Kreises Vorstand – Aufsichtsrat – Aktionär werden.¹⁰

Gemeinsamer Grundstock des späteren ÖCGK waren erste Arbeiten des Instituts Österreichischer Wirtschaftsprüfer (im Weiteren IWP) und der Österreichischen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (im Weiteren ÖVFA).¹¹ Der ÖACG wurde unter dem Vorsitz des Regierungsbeauftragten für den Kapitalmarkt eingerichtet. Im Teilnehmerkreis befanden sich u.a. IWP, ÖVFA, Emittenten, Investoren, Finanzmarktaufsichtsbehörde, Wiener Börse AG, Oesterreichische Nationalbank, wissenschaftliche Beiräte, weitere Interessensvertretungen.¹² Nach mehreren Überarbeitungen, einem sehr intensiv gepflegten Diskussionsprozess, einer hohen Dichte an Feedbackschleifen und einer Anzahl von Arbeitskreissitzungen wurde im Oktober 2002 die dzt. gültige Fassung und im Jänner 2003 eine englische Version davon veröffentlicht.¹³

Zum Vergleich war die Entwicklung in den USA nicht von einem derartig breiten institutionellen Überbau und nationalen Anliegen getragen. Vielmehr waren hier die einzelnen Pensionskassen, allen voran CalPERS, federführend. Immerhin wurden und werden sie auf Grund ihres Einsatzes auch als „Anwalt der Aktionäre“ bezeichnet. In den USA ist zudem eine Vielzahl an firmeneigenen CG-Kodizes festzustellen.¹⁴ Bedeutung kommt aber auf jeden Fall auch dem von der New York Stock Exchange (im Weiteren NYSE) gegenüber Börsenzulassungskandidaten geforderten CG-Katalog zu.¹⁵ In UK sind ebenfalls mehrere Kodizes anzutreffen (Cadbury Code, Greenbury Code, Hampel-Report, Combined Code, Turnbull Report), diese können aber als aufeinander folgende Weiterentwicklungen verstanden werden. Die Erstinitiative ging hierbei von der Londoner Börse (im Weiteren LSE) aus. Später kam zu den Entwicklungsteilnehmern die britische Industriellenvereinigung hinzu.

¹⁰ Vgl. M. Eberhartinger, R. Schenz (2003b): S.126ff.

¹¹ Ebenda: S.126f.

¹² Vgl. G. Hrebicek (2003b): S.122

¹³ Ebenda: S.119ff.

¹⁴ Vgl. I. Gampe, H. Haeseler (2002): S.120f.

¹⁵ Vgl. M. Fichtinger (2003): S.68

Interessenvertretungen von Pensionsfonds und Versicherungen, Institut der Führungskräfte, Institute of Chartered Accountants u.a. schlossen sich an. Das ursprüngliche Ziel war, einem wachsenden Vertrauensverlust an der Londoner Börse gegenzusteuern, weitere Kodizes-Entwicklungen folgten als Reaktion auf ausufernde Managerkompensationen in der Phase der Unternehmensprivatisierungen und die allgemeinen Erfahrungen mit jeweils vorangegangenen Kodizes.¹⁶ Die Zielsetzung und Entwicklung in Deutschland scheint der österreichischen Situation recht ähnlich, wenngleich die Arbeitskreissituation bis zur endgültigen CG-Version sich vergleichsweise zerklüfteter darstellt (Berliner Initiativkreis, Frankfurter Grundsatzkommission, Regierungskommission), tatsächlich wurde ein einheitlicher CG-Kodex im Februar 2002 veröffentlicht.¹⁷ In Frankreich haben sich mehrheitlich die Viénot-Codes (Viénot I und in der Folge Viénot II) in der Praxis durchgesetzt. Die Entwicklungen gehen dabei in das Jahr 1995 zurück.¹⁸

2.2 Geltung und Regelungsbereiche

Der ÖCGK ist eine freiwillige Selbstverpflichtung, ein prinzipieller Anspruch oder gar Ersatzpflicht besteht nicht, wenngleich eine nicht wahrheitsgemäße Bekenntniserklärung schadenersatzrechtlich nicht unumstritten ist.¹⁹ Ob der ÖCGK zukünftig gesetzliche Verbindlichkeit, die Form von Gewohnheitsrecht oder Handelsbrauch erlangen könnte, wird äußerst bezweifelnd betrachtet.²⁰ Eine Zulassungsbedingung zur Wiener Börse stellt er bis 2004 noch nicht dar.²¹

Tatsächlich besteht der ÖCGK aus sechs Kapiteln mit 79 Punkten, die sich in drei Regelungskategorien manifestieren: L-Regeln (Legal Requirement) – das sind übernommene gesetzliche Bestimmungen, die auf jeden Fall eingehalten werden müssen, C-Regeln (Comply or Explain), deren Einhaltung zunächst gefordert wird, wo jedoch bei einer Abweichung Kraft einer ausreichenden Erklärung die Konformität zum ÖCGK erwirkt werden kann, und R-Regeln (Recommendation) mit ausschließlichem Empfehlungscharakter ohne vorgeschriebenen Erläuterungsbedarf im Falle der

¹⁶ Vgl. M. Fichtinger (2003): S.123f.

¹⁷ Ebenda: S.128ff.

¹⁸ Vgl. M. Fichtinger (2003): S.78

¹⁹ Vgl. C. Nowotny (2003b): S.180f.

²⁰ Vgl. F. Guggenberger, A. Hasch u. J. Janezic (2003): S.194f.

²¹ Ebenda: S.196

Nichteinhaltung.²² Die ausgesuchte Hereinnahme von Rechtsbestimmungen sollte vor allem die Wichtigkeit besonderer Normen und ihrer einwandfreien Befolgung unterstreichen, bzw. ausländischen Investoren bedeutsame Umstände des österreichischen Unternehmensrechts näher bringen.²³

Der ÖCGK wird unterteilt in „I. Präambel“, „II. Aktionäre und Hauptversammlung“, „III. Zusammenwirken von Aufsichtsrat und Vorstand“, „IV. Vorstand“, „V. Aufsichtsrat“, „VI. Transparenz und Prüfung“. Eingeleitet werden diese Kapitel durch ein Vorwort des Regierungsbeauftragten für den Kapitalmarkt, im Anhang des ÖCGK befindet sich eine „Kurzübersicht zum österreichischen Aktienrecht“. Investors Relations und der zeitgemäßen Internetverwendung wurde im Kapitel über Transparenz und Prüfung ein eigener Abschnitt gewidmet. Insgesamt 25 L-, 41 C- und 13 R-Regeln legen sich über die Kapitel II – VI.²⁴

Auf Anlegerseite wird als positiv die Veröffentlichung von Aktientransaktionen der Vorstände und des Aufsichtsrats, Ausweis über die Eigentümerstruktur, Publikation eines Finanzkalenders, eine Vertretung des Streubesitzes im Aufsichtsrat, wenn dieser mehr als 25% der Eigentümerschaft repräsentiert, genannt. An einen fairen Gebrauch der C-Regeln wird appelliert.²⁵ Als weitere Vorteile für den Kapitalmarkt werden in der Diskussion u.a. Verwendung internationaler Rechnungslegungsstandards, Regelmäßigkeit und Zeitnähe im Berichtswesen, Informationspflichten bei sich verändernden Ertragsabsichten oder Strategien und Interneteinsatz, angeführt.²⁶ Die detaillierte Regelung zur Beschreibung möglicher Risiken im Konzernabschluss gilt als ausführlicher als diesbezügliche einschlägige IAS/IFRS-Regelungen (im Weiteren für International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards: IAS/IFRS). Der Abschlussprüfung wird durch die ÖCGK-Normen höherer qualitativer Anspruch attestiert.²⁷ Kritisch werden die auf eine R-Regel beschränkte detaillierte Offenlegung der Managerbezüge und die ebenfalls als reine Empfehlung festgehaltene Norm zum Verzicht des 15%igen Abschlages²⁸ für Kleinanleger bei Unternehmensübernahme gesehen. Die C-Regeln des Wettbewerbsverbots für

²² Vgl. M. Eberhartinger, R. Schenz (2003b): S.129f.

Vgl. Anhang: Ergänzende Hinweise

²³ Vgl. I. Gampe, H. Haeseler (2002): S.141

²⁴ Vgl. ÖACG (2002): S.1ff.

²⁵ Vgl. W. Rasinger (2003): S.266ff.

²⁶ Vgl. F. Mostböck, S. Neumüller (2003): S.293f.

²⁷ Vgl. A. Milla, C. Vince-Bsteh (2003): S.162ff.

²⁸ Vgl. Anhang: Ergänzende Hinweise

Aufsichtsräte, der Darstellungspflicht von Geschäftsbeziehungen der Aufsichtsräte zum Unternehmen, der Streubesitzvertretung im Aufsichtsrat und der Veröffentlichung von Aktientransaktionen werden unter Hinweis auf die fehlende Gesetzeskraft als bedenkenswert angemerkt.²⁹

Im internationalen Vergleich finden sich neben vielen ähnlichen und gleichen auch folgende differente Tatbestände vor: Die USA haben ihre gesetzlichen Maßnahmen mit dem Sarbanes Oxley Act wesentlich verschärft.³⁰ Die NYSE verlangt für eine Börsenzulassung zudem die Erfüllung ihrerseits akzeptierter CG-Standards, veröffentlicht als Section 303A, wobei die Entsprechungsnotwendigkeit auf Unternehmen mit mehrheitlichem Streubesitz beschränkt bleibt. Gelistete ausländische Unternehmen können von den Standards abweichen, müssen jedoch ihren lokalen CG-Kodex befolgen und die Unterschiede zu den NYSE-Standards erklären. Interessant ist die besondere und ausführliche Betonung der Unabhängigkeit der Boardmitglieder vom CEO, die für die Mehrheit des Boards gelten soll. Diese Unabhängigkeit wird vergleichsweise schärfer definiert: z.B. werden direkte Familienmitglieder, oder kürzlich (innerhalb von drei Jahren) ausgeschiedene Executive Officers oder Angestellte einer auditierenden Firma oder Lieferanten mit bestimmten Umsatzgrößen, weiters besondere Kreuzverflechtungen mit dem Unternehmen etc. nicht als unabhängig anerkannt.³¹

Die LSE verlangt ebenfalls ein veröffentlichtes Bekenntnis zur Einhaltung eines CG-Standards – den bereits oben erwähnten Combined Code. Den institutionellen Investoren ist ein eigener Abschnitt gewidmet, was ihre Stellung am Londoner Kapitalmarkt unterstreichen soll.³² Im Besonderen werden sie oftmals dazu aufgefordert, von ihren Rechten auch tatsächlich entsprechenden Gebrauch zu machen (Stimmrecht, Informationsrecht), ihrer eigenen Klientel jedoch ebenfalls Begründungen über ihr Verhalten in Abstimmungsfragen zu geben. Statt einer Mehrheit an unabhängigen Direktoren wird eine Ausgewogenheit zwischen Executive und Non-Executive Directors im Board verlangt. Unabhängigkeit wird ähnlich streng wie im

²⁹ Vgl. K. Bauer, M. Brandstetter, W. Rasinger (2003): S.177f.

³⁰ Vgl. SEC (2002): S.1ff.

³¹ Vgl. NYSE (2004): S.3ff.

³² Vgl. M. Fichtinger (2003): S.72

NYSE-Ansatz definiert.³³

In Deutschland wird als besonderer Unterschied zu Österreich per Gesetz vom Management börsennotierter Unternehmen verlangt, eine jährliche Entsprechenserklärung zum deutschen CG-Kodex abzugeben. Regelabweichungen mit entsprechenden Erklärungen (Comply or Explain) sind jedoch möglich.³⁴ In Frankreich gibt es wahlweise das Recht auf Einrichtung des Tier-One oder Tier-Two Systems. Der gängige Kodex begnügt sich mit einem Drittel an unabhängigen Direktoren. Er weist zudem keine Empfehlungen für Investor Relations auf.³⁵

2.3 Verbreitung

Am 16.12.2004 konnte man auf der Homepage der Wiener Börse erfahren, dass an diesem Tag 36 Unternehmen im Prime Market gelistet sind.³⁶ Das Aktienforum, dessen Zweck nach eigenen Angaben die Förderung des Beteiligungskapitals, vor allem in Form der Aktie, ist, listet insgesamt 32 Unternehmen, die eine Erklärung gemäß dem ÖCGK abgegeben haben, auf.³⁷ Von diesen 32 Unternehmen gehören zu diesem Zeitpunkt 26 dem Prime Market an. Anders ausgedrückt hat der ÖCGK eine Verbreitung von 72% im liquidesten Marktsegment der Wiener Börse. Im Oktober 2003 erhob der ÖACG noch einen Anwendungsbestand von lediglich 47% bei den jeweils vorausgegangenen Geschäftsberichten der Unternehmen am Prime Market.³⁸

3 Standortbeleuchtung Wiener Börse und Prime Market

3.1 Segmentierung

Die Wiener Börse gliedert sich in die Marktsegmente des Equity Market, des Bond Market, des Otab Market, der Warrants und der Other Listings. Der Equity Market ist weiters unterteilt in Prime Market und Standard Market (Continuous und Auction). Der

³³ Vgl. ASB (2003): S.6ff.

³⁴ Vgl. R. Seuhs (2003): S.243

³⁵ Vgl. Committee on corporate governance (1999): S.3ff.

³⁶ Vgl. Wiener Börse (2004): o.S.

³⁷ Vgl. Aktienforum (2004): o.S.

³⁸ Vgl. ÖACG (2003): o.S.

Prime Market ist das liquideste Marktsegment am Standort. Verschiedene Indizes geben fokussierte Auskunft über den Prime Market. Allen voran werden der Austrian Traded Index (im Weiteren ATX) und der ATX Prime genannt. Der ATX steht für die umschlagsstärksten Titel des Prime Market, ATX Prime für sämtliche Titel des Prime Market.³⁹ Der Prime Market stellt die höchsten Anforderungen bezüglich Kapitalisierung, Streubesitz und Reportingpflichten an gelistete Unternehmen.⁴⁰

3.2 Volumen und Wachstum

Um ein Gefühl für die Entwicklung und Größenverhältnisse am österreichischen Kapitalmarkt zu bekommen, sind die folgenden Eckdaten betrachtenswert: Die Marktkapitalisierung aller inländischen Aktien an der Wiener Börse, die im Jahr 2002 noch bei 32,2 Milliarden Euro lag, entwickelte sich auf 44,8 Milliarden Euro im Jahr 2003 und wies 60,6 Milliarden Euro im November 2004 aus. Auf der Webpage der Wiener Börse kann die Performance des ATX gegenüber anderen Leitindizes von NYSE, LSE, Swiss Market, Deutscher Börse graphisch und rechnerisch nachvollzogen werden: Im Zeitraum Dezember 2000 bis Dezember 2004 hat der ATX um 127% zugelegt, der Dow Jones Index der NYSE hingegen um ein Prozent verloren, UK, Deutschland Frankreich, und Schweiz zwischen 22–35% verloren, Budapest wird mit einer Indexsteigerung von 89% gelistet.⁴¹

Weitere Vergleichsinformationen bietet eine weltweite Organisation des Börsenhandels: Die World Federation of Exchanges, deren Mitglieder ca. 97% der weltweiten Marktkapitalisierung an Börseplätzen ausmachen, veröffentlicht jährliche Statistiken zu den Daten ihrer Mitglieder. In den Statistiken mit Beobachtungszeitraum November 2004 findet man unter Domestic Market Capitalization – unangefochten die NYSE mit 12.297 Milliarden US-Dollar als allergrößten Börseplatz der Welt. Der größte europäische Börseplatz ist London mit 2.713 Milliarden US-Dollar, die Deutsche Börse kommt auf 1.145 Milliarden US-Dollar, die Schweiz auf 791 Milliarden US-Dollar. Die Wiener Börse wird mit 81 Milliarden US-Dollar ausgewiesen.

³⁹ Vgl. Wiener Börse (2004b): S.19

⁴⁰ Vgl. Wiener Börse (o.J.): o.S.

⁴¹ Vgl. Wiener Börse (2004d): o.S.

Von den knapp 50 gelisteten Plätzen und Zusammenschlüssen (z.B. Euronext für die Handelsplätze Amsterdam-Brüssel-Lissabon-Paris) weisen nur 17 eine Marktkapitalisierung unter 100 Milliarden US-Dollar auf, 10 jedoch über 500 Milliarden US-Dollar. Rechnerisch nachvollzogen betrug der Durchschnittswert aller gelisteten Börsen 729 Milliarden US-Dollar und der Median 155 Milliarden US-Dollar. Wien ist also ein kleinerer Handelsplatz.⁴²

Vergleicht man die Marktkapitalisierung mit dem Bruttoinlandsprodukt, weisen die Zahlen für 2001 Folgendes aus: Österreich erreicht als Schlusslicht im OECD-Raum gerade Mal eine Marktkapitalisierung von einem Sechstel, während Länder wie Japan, Deutschland und Italien zwei Drittel bis drei Viertel und USA und UK jeweils ca. 150–170% erlangen. Wenngleich das Erhebungsdatum älteren Ursprungs ist, so kann es doch den tendenziell hohen Unterschied gut darstellen.⁴³

Für den Zeitraum November 2003 bis November 2004 weisen die Statistiken in Bezug auf das Marktwachstum folgende Daten auf: 2003 reihte sich die Wiener Börse auf den 17. Rang (39% Wachstum) von insgesamt 49 Börseplätzen⁴⁴ und im Jahr 2004 auf den siebenten Rang (56% Wachstum).⁴⁵ Rechnerisch nachvollzogen betrug 2003 die durchschnittliche Steigerung aller Börseplätze 40% und der Median 30%, 2004 waren als Durchschnitt 31% und als Median 29% festzustellen. Wenngleich sich also die Wiener Börse im Jahr 2003 noch in der „besseren“ Mitte befand, so hatte sie sich 2004 zu den wachstumsstärksten Plätzen gesellt und entwickelte sich gegen den Trend. Zugegebenermaßen konnten die östlichen Nachbarn Warschau und Budapest 2004 noch bessere Ergebnisse einfahren (Warschau 90% und Budapest 78% Wachstum) – NYSE, LSE, Deutsche Börse, Swiss Exchange, Euronext und Borsa Italiana verblieben jedoch in einer Range von 14–26%.⁴⁶

3.3 Listings

Im November 2004 betrug die Anzahl der gelisteten Unternehmen auf der Wiener Börse ca. 120 Unternehmen, davon im Prime Market 36 Unternehmen, was dem

⁴² Vgl. World Federation of Exchanges (2004a): S.38f.

⁴³ Vgl. M. Fichtinger u. G. Hrebicek (2003): S.40

⁴⁴ Vgl. World Federation of Exchanges (2003): o.S.

⁴⁵ Vgl. World Federation of Exchanges (2004a): S.38f.

⁴⁶ Ebenda: S.38f.

Vorjahreswert gleichkam und der allgemeinen Tendenz der Mitglieder der World Federation of Exchanges entsprach (gesamt 37.764 Unternehmen) bzw. der NYSE (gesamt 2.285 Unternehmen). Budapest (gesamt 49 Unternehmen), Deutsche Börse (gesamt 822 Unternehmen), Euronext (gesamt 1.335 Unternehmen) und Swiss Exchange (gesamt 410 Unternehmen) hatten zwischen drei bis fünf Prozent an gelisteten Unternehmen verloren, LSE (gesamt 2.802 Unternehmen) legte um fünf Prozent und Warschau (gesamt 207 Unternehmen) um zehn Prozent, zu.⁴⁷ So scheint der Unternehmenswert der einzelnen Titel an der Wiener Börse ziemlich unverwässert (von einer hohen Anzahl von Neuemissionen) gestiegen zu sein. Die Wiener Börse veröffentlichte eine Liste der wertmäßigen Top Performer am Prime Market. Die Wertsteigerungen von Rang eins bis Rang zehn betragen zwischen 77-165%.⁴⁸

Der ATX besteht aus 20 Unternehmen. Anfang Jänner 2005 betrug die höchste einzelne Marktkapitalisierung – repräsentiert durch die ERSTE BANK – dabei 6,1 Milliarden EURO. Zwei weitere Emittenten – die TELEKOM AUSTRIA und die OMV – folgten mit 5,2 bzw. 5,0 Milliarden EURO. Diese drei Konzerne machen miteinander einen Anteil von knapp über 50% in der ATX-Gewichtung aus.⁴⁹ Das größte amerikanische Unternehmen – GENERAL ELECTRIC – bringt es zum gleichen Zeitpunkt auf eine Marktkapitalisierung von 382 Milliarden US-Dollar.⁵⁰ Im Oktober 2004 überstieg jeder einzelne Marktwert der 25 größten Unternehmen der Welt die Gesamtkapitalisierung der Wiener Börse. Bei zumindest sieben Unternehmen (GENERAL ELECTRIC, EXXON, MICROSOFT, PFIZER, CITY-GROUP, WAL MART, BP) dürfte es sich sogar um das mehr oder minder Zweieinhalb- bis Dreifache handeln.⁵¹

In etwa zur Mitte des Jahres 2004 ließ sich feststellen, dass von damals 34 im Prime Market geführten Unternehmen zumindest sechs Konzerne einen Streubesitz über oder gleich 75% und in etwa zwölf einen Streubesitz von 50-75% aufwiesen. Der Rest – also 16 Unternehmen – lag darunter bzw. gab eine unter 50% liegende Mindesthöhe des Streubesitzes an.⁵²

⁴⁷ Vgl. World Federation of Exchanges (2004a): S.40f.

⁴⁸ Vgl. Wiener Börse (2004e): o.S.

⁴⁹ Vgl. Wiener Börse (2005): o.S.

⁵⁰ Vgl. NYSE (2005): o.S.

⁵¹ Vgl. o.V. (2004): S.44

⁵² Vgl. Wiener Börse (2004b): S.25ff.

Von den 25 größten Unternehmen der Welt dürften höchstens zwei bis drei unter einen Streubesitzanteil von weniger als 50% fallen, 18 einen Streubesitz zwischen 50-75% und wahrscheinlich vier einen Streubesitz über 75% aufweisen.⁵³

Fichtinger/Hrebicek verwiesen darauf, dass 1999 die Banken die größte Investorengruppe in Österreich darstellten und ca. ein Viertel am Anteilsvermögen besitzen – mehr als doppelt so viel wie institutionelle Investoren und zweieinhalb Mal soviel wie der Staat (ca. ein Zehntel). Die privaten Haushalte lagen mit dem Staat in circa gleichauf, gefolgt von Unternehmen als Investoren.⁵⁴ In den USA hingegen hielten institutionelle Investoren bereits 1999 fast drei Fünftel der US-Unternehmensanteile in Aktien.⁵⁵ 2001 besaßen in den USA zudem ein Viertel der Haushalte Aktien, in UK war es sogar ein Drittel, in Frankreich immerhin noch ein Achtel, in Österreich und Deutschland gerade rund ein Zwölftel.⁵⁶

3.4 Kennzahlenbewertungen

Die World Federation Exchange legt auch Vergleichszahlen über die Price/Earnings Ratio und die Dividend Yield ihrer Mitglieder auf: Price/Earnings Ratio wird als Summe der Market Capitalization geteilt durch Summe der Market Earnings, definiert. Für das Jahr 2002 weist die Wiener Börse eine Ratio von 15,6 auf. Von Börsen wie der NYSE, Deutsche Börse, Tokio sind leider keine Werte verfügbar. Im Vergleich stehen Warschau und Swiss Exchange bei ca. 30, London bei knapp 18, Budapest bei 14 und die Euronext Börsen zwischen 10 bis 13. Rechnerisch nachvollzogen ergab sich für den Durchschnitt der 40 Teilnehmer mit Daten eine Zahl von knapp 21, der Median ergab knapp 16. Im Jahr 2003 notiert Wien, trotz zuvor stark gestiegener Marktkapitalisierung, leicht günstiger mit 15, während Warschau nun bei knapp 50 hält, Swiss Exchange und LSE bei ca. 19, die Euronext-Börsen zwischen 13 bis 19 und Budapest bei fast 17. Rechnerisch nachvollzogen belief sich der Durchschnitt auf 29 und der Median auf 18.⁵⁷ Die Wiener Börse scheint sich gegen den Trend entwickelt zu haben.

⁵³ Vgl. o.V. (2004): S.44

⁵⁴ Vgl. M. Fichtinger u. G. Hrebicek (2003): S.32f.

⁵⁵ Vgl. M. Fichtinger (2003): S.67

⁵⁶ Vgl. M. Fichtinger u. G. Hrebicek (2003): S.40

⁵⁷ Vgl. World Federation of Exchanges (2004b): o.S.

Bei der Dividend Yield, definiert als Summe der Dividenden geteilt durch die Marktkapitalisierung, ergab sich folgendes Bild: Im Jahr 2002 wurde die Wiener Börse mit 2,1% angeführt. Über einige wesentliche Handelsplätze fehlten wiederum Angaben. Zumindest lassen sich die folgenden, auszugsweisen Daten nennen: Warschau 1,3%, Swiss Exchange 2,8%, Euronext-Paris 3,3%, London 3,6%, Budapest und Euronext-Amsterdam 3,9%, und Euronext-Brüssel 4,8%. Rechnerisch nachvollzogen lag der Durchschnitt bei 3,2% und der Median bei 2,8%. Im Jahr 2003 blieb Wien unverändert gegenüber dem Vorjahreswert, Warschau bot 1,6%, Swiss Exchange verringerte auf 2,1%, Euronext-Paris auf 2,6%, London auf 3,2%, Euronext-Amsterdam und Euronext-Brüssel hatten beide auf 3,7% reduziert und Budapest war auf 4,6% gestiegen. Rechnerisch nachvollzogen fielen der Durchschnitt und Median nun zusammen auf jeweils 2,8%.⁵⁸

3.5 Öffentliche Aussagen zur Standortentwicklung

In einer Pressemitteilung vom 02. Juli 2004 spricht die Wiener Börse über einen „hausgemachten Erfolg“ bei Überspringen der 2.000 Punkte Marke des ATX. Kommentiert wird dies, dass es gelungen wäre, die Schaffung „... eines positiven Umfeldes für den österreichischen Kapitalmarkt ...“ zu bewerkstelligen und daraus folge „... in Kombination mit den hervorragenden Fundamentaldaten erntet nun die Wiener Börse AG die ersten Früchte ihrer Bemühungen.“ Als wesentlicher Meilenstein wird das Jahr 2002 mit der Einführung des Prime Markets und seinen hohen Anforderungen genannt. Strengere Publizitätsregeln und ein erhöhter Free Float hätten den Markt gestärkt. Festgestellt wurde auch ein erhöhtes Interesse nationaler und internationaler Anleger, sowie hohe Transaktionen tätige neue Handelsmitglieder aus den Reihen renommierter internationaler Investmentbanken. Die Zukunftsvorsorge, gemeint ist die Pensionsvorsorge der Privathaushalte, wird ebenfalls als positiver Einfluss auf die Umsatzlage gewürdigt.⁵⁹ Im Media Fact Sheet – Dezember 2004 betont die Wiener Börse als weitere Meilensteine u.a. die Ernennung des Kapitalmarktbeauftragten im Jahr 2001 und die Einführung des ÖCGK zur „Stärkung des Anlegervertrauens“.⁶⁰

⁵⁸ Vgl. World Federation of Exchanges (2004b): o.S.

⁵⁹ Vgl. Wiener Börse (2004f): o.S.

⁶⁰ Vgl. Wiener Börse (2004g): o.S.

Das Kuratorium für den österreichischen Kapitalmarkt sieht in seiner Veröffentlichung „Der österreichische Kapitalmarkt – Die Wachstumsreserve“ unter Würdigung einer Studie des Institutes für Höhere Studien aus dem Jahr 2004 u.a. folgendes „Spektrum verschiedener Optionen“ als Handlungsansätze im Zusammenhang mit dem Standort:

Neben verbreiternden Vorschlägen für die Gestaltung der Zukunftsvorsorge und weiteren Anstrengungen um CG würden positive Anreize von einer Steuerstrukturreform erwartet werden. Die bisher erfolgten Privatisierungen über die Wiener Börse werden als positiver Beitrag zur Performance des Handelsplatzes angesehen.⁶¹

In den Medien werden zu Beginn des Jahres 2005 zudem eine Anzahl von Übernahmespekulationen, die starke Osteuropaverbundenheit und erhöhter Streubesitz als Gründe für die österreichische Börsenentwicklung des vergangenen Jahres genannt.⁶² Zudem wurde im Oktober 2004 publik, dass im 1. Quartal 2004 die Käufe ausländischer Investoren in Österreich die Käufe österreichischer Anleger im Ausland erstmals überstiegen hätten. Dabei sollte die Veranlagung der ausländischen Investoren alleine in diesem ersten Quartal bereits 63% des gesamten Vorjahrswertes ausgemacht haben.⁶³

4 Expertenmeinungen zur Themenstellung

4.1 Ziel der Interviews

Um Expertenmeinungen zur Themenstellung einholen zu können, wurden Interviews mit Personen aus dem direkten Umfeld des Prime Market gemacht. Die Interviews wurden mit offenen Fragestellungen geführt. Die Gespräche mit den Experten sollten beleuchten, ob für den Prime Market tendenziell starke Übereinstimmungen oder gänzlich gegenläufige Beobachtungen mit der Fachliteratur, den internationalen Beobachtungen und weiteren Veröffentlichungen bestehen würden. Aufgrund der unterschiedlichen Anspruchs- und Aufgabengebiete der Fachexperten wurden vier

⁶¹ Kuratorium für den österreichischen Kapitalmarkt (2004): S.6f.

⁶² Vgl. A. Kramer (2005): S.3

⁶³ Vgl. M. Fembek (2004): S.13

Segmente gebildet: Emittenten, Investoren, Regulatoren und Dienstleister. Die Interviews sollen dabei ausschließlich persönliche Fachmeinungen in das Praxisgeschehen involvierter Personen wiedergeben. Das Sample will keine empirischen oder statistischen Ansprüche erfüllen, sondern lediglich Stimmungen und Überlegungen zu möglicherweise bestehenden Tendenzen aufzeigen.

Die Aussagen erfolgten in persönlichen Interviews, in Telefoninterviews oder per E-Mail. Bei persönlichen Interviews und bei Telefoninterviews wurde zwecks Vertiefung zu einzelnen Punkten nach weiteren Details nachgefragt, bei E-Mail Beantwortungen wurde unter Umständen nochmals schriftlich um ergänzende Auskunft gebeten.

4.2 Tendenzuelle Inhalte aus den Fachmeinungen

4.2.1 Kontext CG und UB und Unternehmenswert

Dass CG bei der UB am Prime Market eine Rolle spielt, steht für einen Großteil der Befragten außer Zweifel, wenngleich auch nicht ausgemacht wäre, in welcher anteilmäßigen Größenordnung CG Einfluss auf die UB aus Investorensicht hat. Die Nichtanwendung des ÖCGK würde aber von den meisten nicht automatisch als K.O.-Kriterium eines Anteilserwerbs angesehen werden, wenngleich teilweise beobachtet wurde, dass ausländische Investoren verstärkt die Anwendung des ÖCGK nachfragen.

Auf jeden Fall wird durchgängig festgehalten, dass die Überprüfung wirtschaftlicher Fundamentaldaten vor allem ausschlaggebend sei – ein alleiniges Bekenntnis zum ÖCGK genüge nicht, um eventuell schlechte Wirtschaftsdaten zu kompensieren. Dementsprechend wird auch umgekehrt darauf hingewiesen, dass die meisten Unternehmen in Prime Market und ATX verhältnismäßig gute wirtschaftliche Ergebnisse in den letzten beiden Geschäftsjahren einfuhren, sich die meisten Unternehmen des ATX bereits zum ÖCGK bekennen würden und man daher schwer sagen könne, wie stark der Einfluss von CG auf den Unternehmenswert wäre.

Die Interviewpartner können zwar keine Aussage darüber treffen, ob und in welcher Höhe ein Premium für CG am Prime Market bezahlt werden würde, allerdings könne der Anwendung des ÖCGK eine positive bis stark positive Auswirkung auf den gesamten Kapitalmarkt und die enthaltenen Marktwerten mehrheitlich attestiert werden.

Einige Experten sehen jedoch auch keinen Zusammenhang. In Bezug auf die Werterhöhung des Kapitalmarktes selbst wird auch öfters der Einfluss von erfolgreichen (Teil)privatisierungen und Streubesitzererhöhungen genannt. Ebenfalls angeführt wird die stärkere Präsenz und Präsentation der Wiener Börse und ihrer Emittenten.

Einzelnen wird angefügt, dass ein besonderes Premium für CG wahrscheinlich vor allem in Ländern mit erhöhter Rechtsunsicherheit oder einem geringen Bestand an Unternehmensgesetzen in Frage käme, was aber in Österreich nicht der Fall wäre.

Eine höhere Rentabilität, mehr Profit u.ä. bei Unternehmen mit ÖCGK vs. Unternehmen ohne ÖCGK-Entsprechung ließe sich schon deshalb nicht feststellen, da – wie erwähnt – einfach auch die repräsentative Vergleichsgruppe fehle. Eine generell hohe Dividendenausschüttung wird bei den Befragten durchgängig differenziert betrachtet: Dividendenerträge seien zwar positiv, es komme aber auf andere Einflussfaktoren wie Steuerbelastungen auf Kapitalerträge, externe oder interne Investitionsalternativen und Wachstumsbedarf des Unternehmens an. Die isolierte Betrachtung der Dividendenausschüttung ist für die Auskunftspersonen durchgängig ein zu leichtgewichtiges Kriterium – vielmehr zähle die Gesamtperformance aus zukünftiger Steigerung des Marktwertes repräsentiert durch den Aktienkurs und die Dividende.

4.2.2 Schutz der Investoren, Recht, Interessenskonflikte

Der überwiegende Teil der Befragten zur Thematik eines etwaigen Schutzcharakters des ÖCGK gegenüber Investoren betont, dass der ÖCGK nicht im Sinne eines Schutzinstrumentes (zumindest nicht vorrangig,) bestehe, da ausreichend rechtliche Möglichkeiten zur Verfügung stünden und vielmehr einer der Hauptzwecke des ÖCGK es eben sei, ein Service für den Investor und andere Stakeholder durch ein gewisses Maß an Transparenz und Kommunikation, zu dem sich das jeweilige Unternehmen verpflichte, darzustellen. Haftungstatbestände wären auf jeden Fall nach den gesetzlichen Regelungen festzustellen. Durchgängig wurde darauf verwiesen, dass ein Teil des ÖCGK, die L-Regeln, aber direkt den Unternehmensgesetzen entspringen würde. Im Zusammenhang mit einer positiven Schutzfunktion wurde auch immer wieder das Thema „Risiko“ angesprochen, was im nächsten Abschnitt behandelt wird.

Eine Mehrzahl der zum Thema befragten Experten sieht eine Hereinnahme von weiteren ÖCGK-Bestandteilen in die Gesetzesmaterie als „nicht notwendig“, eine nur wenig geringere Anzahl sogar als „nicht wünschenswert“ an.

Als Gründe werden ein höherer und notwendiger Spielraum zur Anpassung an die jeweilige Unternehmenssituation allein durch die Comply or Explain Regelungen im ÖCGK genannt und dass der Markt selbst ausreichend regulierend eingreifen könne, durch eben z.B. geringeres Nachfragerinteresse nach Unternehmen ohne Kodexanwendung.

Beobachtete Interessenskonflikte des Vorstandes mit dem Unternehmen als Regel oder herausragendes Einzelereignis konnten bei den Befragten nicht (mehr) festgestellt werden. Die Leistungsvergütung der Vorstände am Prime Market wird in praktisch allen diesbezüglichen Auskünften übereinstimmend als angemessen betrachtet. Jedoch wird in einzelnen Fällen auf mögliche Interessenskonflikte des Aufsichtsrates hingewiesen. Es wird beispielsweise erwähnt, dass Aufsichtsratsmitglieder nicht immer die Beurteilungsfähigkeit zur Auswahl eines geeigneten Vorstandes und zur Kontrolle desselbigen ausreichend besitzen würden. Andernorts wird gemeint, dass die teils gepflogene Praxis getätigter Eigengeschäfte des Aufsichtsrates mit dem Unternehmen als potentieller Interessenskonflikt und als nicht ausreichend geregelt erscheine. Die noch anzutreffende hohe Anzahl an Aufsichtsratsmandaten einzelner Personen könnte zudem die geforderte effektive Arbeit in Sitzungsteilnahmen und Komitees, sowie die Unabhängigkeit als Kontrollorgan, gefährden. Die Intention des ÖCGK auf Beschränkung der Mandate zu Gunsten einer intensiveren Auseinandersetzung mit weniger Unternehmen wird bei einer weiteren Auskunft besonders hervorgehoben. Ein anderer Gesprächspartner stellt fest, dass ein Interessenskonflikt beim Aufsichtsrat nun leichter daher entstehen könne, wenn – wie im ÖCGK gefordert – derselbige stärker in den Strategieprozess einbezogen wäre, und somit die Möglichkeit bestünde, von einer reinen Kontrollfunktion zu einer teils operativen Funktion überzugehen.

4.2.3 Transparenz und Resonanzen

Durchgängig wird von allen Befragten die Anwendung des ÖCGK im einzelnen Unternehmen als Gütezeichen für Transparenz angesehen. Ebenso ungeteilt sieht man durch den Release des ÖCGK eine Stärkung des Vertrauens in den österreichischen

Kapitalmarkt.

Oft wird die verbesserte Darstellungsverpflichtung von Risiken in den veröffentlichten Reports unterstrichen. Daraus resultiere ebenfalls ein höherer Schutz für den Investor. Mehrmals wird den Emittenten, seit der Veröffentlichung des ÖCGK, ein vorsichtigerer und gewissenhafterer Umgang mit Informationen bezüglich zukünftiger Entwicklungen attestiert. Einzeln wurde auch auf die Transparenzverbesserung durch Darstellung der Director Dealings auf der Webpage des Unternehmens hingewiesen, was als Indikator für Investoren gewertet werden könne.

Bedauert wird oftmals, dass sich die Medien der Thematik der Vorstandsgehälter in weit überproportionalem Verhältnis widmen würden, eine Reihe anderer Inhalte aber geringere Verbreitung fände. Spezifische Erkundigungen von Investoren auf Grund der Einführung des ÖCGK in einzelnen Unternehmen, konnten – bis auf vereinzelte Anfragen bei Hauptversammlungen – meist nicht festgestellt werden.

4.2.4 Anwendung und Entwicklung ÖCGK

Überwiegend wird die Meinung vertreten, dass die bisherige Einführung des ÖCGK im einzelnen Unternehmen vor allem Ressourcen abhängig sei und davon, ob jeweils ausreichend Interesse bestünde, sich bei internationalen Investoren zu präsentieren. Daraus schließe man, dass allen voran die meisten großen Werte im Prime Market bereits auf die Anwendung des ÖCGK abgestellt hätten. Durchgängig wird auch darauf verwiesen, dass Kraft einer entsprechenden Regelung der Wiener Börse für alle Geschäftsjahre ab 01.01.2004 und danach sowieso eine Entsprechenserklärung gefordert werden würde, sofern das Unternehmen am Prime Market gelistet wäre.

Mehrfach wird auch betont, dass eine korrekte Anwendung des ÖCGK eben auch zu Stande käme, wenn für die Nichteinhaltung gewisser Punkte eine entsprechende und ausreichende Erklärung hinterlegt werde, wie eben durch die Comply or Explain Regelung vorgesehen, was auch die Praktikabilität und Attraktivität des ÖCGK stärke.

In Gesprächen wurde auf mögliche bestehende Tendenzen der Überführung von Bestandteilen des ÖCGK in die Gesetzesmaterie verwiesen. Vertiefende Informationen dazu sind bei den Interviewpartnern selbst nicht eingeholt worden, weitere Recherchen

wurden jedoch an anderer Stelle erhoben.⁶⁴ Die Entwicklung verschiedener nationaler Kodizes in Europa wird durchwegs als sinnvoll erachtet, da die Gesetzeslage eben unterschiedlich wäre. Hemmnisse würden dadurch nicht entstehen. Mehrmals wird darauf verwiesen, dass der ÖCGK sich an vielerlei, international bereits zuvor bestehenden Normen orientiere. Unterstrichen wird auch die Normierungskraft der diesbezüglichen OECD Grundsätze, welche als Richtschnur für viele lokale Kodizes gelten dürfen, und somit gegenseitig zu stark abweichende Entwicklungen nicht vermutet würden. Eine Weiterentwicklung des ÖCGK selbst wird oftmals erwartet, schon alleine, um eventuell neuen gesetzlichen Gegebenheiten entsprechend nachzufolgen [wenn z.B. eine C-Regel, aufgrund der Hereinnahme in das Unternehmensgesetz, nunmehr als L-Regel erscheinen müsste – Anm.].

5 Zusammenfassende Schlussbetrachtung

Internationale Studien wollen einen Zusammenhang von CG und UB belegen – eine davon zeigt sogar ein lokal differenziertes Preispremium für das Bekenntnis und die Anwendung von CG auf. Nun wurde danach gefragt, wie sich, speziell in Österreich, die Entwicklung im Spiegel der internationalen Verhältnisse beobachten ließe.

Im Working Paper wurde der ÖCGK kurz dargestellt und die Wiener Börse bzw. der Prime Market im Vergleich zu anderen Handelsplätzen auszugsweise beleuchtet. Dabei gab es folgende interessante Merkmale: Der ÖCGK trat relativ spät (im Oktober 2002) in Erscheinung. Die Entstehung war von einer sehr breiten institutionellen Basis getragen.

⁶⁴ Im Zuge der Recherchen war es möglich, an einem In House Seminar der Rechtsanwälte DORDA/BRUGGER/JORDIS teilzunehmen, in welchem u.a. zu einem Entwurf des Bundesgesetzes zur Stärkung des Vertrauens in die österreichische Wirtschaft – GesRÄG 2005 [Gesellschaftsrechtsänderungsgesetz – Anm.], vorgetragen wurde. Als Kernpunkt erschien dabei, dass es die Intention des Entwurfs sei, die Hereinnahme von Kodexregeln, „... die für alle Kapitalgesellschaften zweckmäßig erscheinen und sich zum Wechsel von *Soft Law* in gesetzliche Bestimmungen eignen“ zu bewerkstelligen. Im Detail sollen u.a. Qualifikation und Befangenheitsgründe von Aufsichtsrat und Abschlussprüfer vor der jeweiligen Auswahl transparent gemacht werden. Die Häufung von Aufsichtsratsmandaten sollte bei börsennotierten Unternehmen durch ein System der Mehrfachzählung eingeschränkt werden. Direkte Überkreuzverflechtungen sollten ebenso ausgeschlossen werden, wie Aufsichtsratsmandate unter Beeinträchtigung des Organisationsgefälles. Börsennotierte Unternehmen sollen einen Bilanzausschuss im Aufsichtsrat bekommen, ehemalige Vorsitzende können erst nach drei Jahren in diesem Gremium tätig sein (Cool Down Period). Der Abschlussprüfer soll verstärkt in den Haftungskreis eingebunden werden. Haftungsgrenzen sollen hinaufgesetzt werden und eine Verpflichtung zur Qualitätskontrolle in Form eines Peer Review soll eingeführt werden. Vgl. W. Brugger, Ch. Dorda (2005): S.24ff.

Der ÖCGK war u.a. mit Comply or Explain Regeln ausgestattet, und ein Hauptanliegen bei der Errichtung des Werkes bestand darin, das Vertrauen in den österreichischen Kapitalmarkt auf internationaler und nationaler Ebene zu stärken. Für den österreichischen Kapitalmarkt selbst ließ sich festhalten, dass es sich um einen in relativen und in absoluten Zahlen gemessen sehr kleinen Börseplatz handelt. Im internationalen Vergleich konnte im Jahr 2003 ein überdurchschnittliches, im Jahr 2004 ein hervorstechendes Wachstum verzeichnet werden. Von den am Prime Market gelisteten Unternehmen hatten im selben Zeitraum fast 75% eine Anwendungserklärung zum ÖCGK abgegeben gehabt. Der zeitliche Zusammenfall von Marktwachstum und ÖCGK-Einführung erscheint auffällig.

In der Folge wurden Interviews mit Fachexperten, die durchgängig mit der Praxis des ÖCGK und des österreichischen Kapitalmarkts vertraut sind, zur hiesigen Situation im Hinblick auf die im Eingang beschriebene Themenstellung durchgeführt. Die Materie wurde aus der Sicht von Investoren, Emittenten, Regulatoren und Dienstleistern beleuchtet.

Als wesentliche Ergebnisse wurden ausgemacht: Es wird vermutet, dass der ÖCGK zumindest auf den österreichischen Kapitalmarkt als Ganzes einen positiven bzw. sehr positiven, wenngleich nicht alleinigen Einfluss auf die Marktperformance hat. Als andere Faktoren des Wachstums werden gute Unternehmensdaten, erfolgreiche Privatisierungen, Erhöhungen des Streubesitzes, stärkere Präsentation des Handelsplatzes und seiner Emittenten angeführt. Das Verhältnis Vorstand vs. Investoren am Prime Market wird einhellig positiv betrachtet, die Stellung des Aufsichtsrates wird sehr vielschichtig und breit gefächert diskutiert. Der tatsächliche Anteil des ÖCGK am Wachstum des Kapitalmarktes lässt sich nicht messen. Dass der ÖCGK ein, wenngleich auch nicht messbares, Einflusskriterium bei der einzelnen UB darstellt, wird in der Praxis meist angenommen. Ob der ÖCGK in der österreichischen Praxis gewinn- oder rentabilitätserhöhend wirke, ließe sich Mangels ausreichender Vergleichsmöglichkeiten nicht sagen. Tatsächlich wird der Anwendung des ÖCGK allgemeine Transparenzverbesserung und im Besonderen höhere Qualität in Aussagen um das Risiko und in Fragen zukünftiger Entwicklungen nachgesagt.

6 Quellenverzeichnis

Aktienforum (2004): Unternehmen mit Erklärungen zur Corporate Governance, entnommen aus: <http://www.aktienforum.org/149.html>, eingesehen am: 16.12.2004

ASB (2003): The Combined Code on Corporate Governance, entnommen aus: <http://www.asb.org.uk/documents/pdf/combinedcodefinal.pdf>, eingesehen am: 20.12.2004

Bauer, Karin; Brandstetter, Maria; Rasinger, Wilhelm (2003): Praxis-Ratgeber Anlegerschutz

Brugger, Walter; Dorda, Christian (2005): CORPORATE GOVERNANCE - ein Muss, ein Soll, ein Modewort? - Der Corporate Governance Kodex im Detail und im internationalen Vergleich, Seminar-Druckschrift, Wien

Catan, Thomas; Kirchgaessner, Stephanie; Larsen, Peter; Ratner Julian (2002): World Com Bankruptcy – Bernie's undoing: how the deals ran out, doubts set in and the house of cards fell down, in: Financial Times, Zeitung, vom 20.12.2002, London

Comittee on corporate governance (1999): Recommendations of the Committee on corporate governance chaired by Mr Marc VIENOT, entnommen aus: http://www.ecgi.org/codes/documents/vienot2_en.pdf, eingesehen am: 15.12.2004

Eberhartinger, Michael; Schenz, Richard (2003b): Die Entwicklung eines einheitlichen Österreichischen Corporate Governance Kodex, in: Fichtinger, Markus; Hrebicek, Gerhard (Hrsg): Handbuch Corporate Governance, Wien

Fembek, Michael (2004): Wo ist das Geld der Österreicher?, in: Gewinn, Oktober 2004, Wien

Fichtinger, Markus (2003): Trends der internationalen CG-Bewegung, in: Fichtinger, Markus; Hrebicek, Gerhard (Hrsg): Handbuch Corporate Governance, Wien

Fichtinger, Markus; Hrebicek, Gerhard (2003): Definition und Umfeld von Corporate Governance, in: Fichtinger, Markus; Hrebicek, Gerhard (Hrsg): Handbuch Corporate Governance, Wien

Gampe, Ingrid; Haeseler Herbert (2002): Corporate Governance, Wien

Gompers, Paul; Ishii, Joy; Metrick, Andy (2003): Corporate Governance and Equity Prices, entnommen aus: <http://finance.wharton.upenn.edu/~metrick/gov.pdf>, eingesehen am: 01.09.2004

Guggenberger, Franz; Hasch, Alexander; Janezic, Joachim (2003): Corporate Governance in der unternehmerischen Praxis aus rechtlicher Sicht, in: Fichtinger, Markus; Hrebicek, Gerhard (Hrsg): Handbuch Corporate Governance, Wien

Hrebicek, Gerhard (2003a): Corporate Governance als Brücke zwischen Anleger und Management, in: Fichtinger, Markus; Hrebicek, Gerhard (Hrsg): Handbuch Corporate Governance, Wien

Hrebicek, Gerhard (2003b): Das Entwicklungsprojekt "Österreichischer Corporate Governance Kodex", in: Fichtinger, Markus; Hrebicek, Gerhard (Hrsg): Handbuch Corporate Governance, Wien

ICGN (o.J.): Statement on Global Corporate Governance Principles, entnommen aus: http://www.icgn.org/organisation/documents/cgp/cgp_statement_cg_principles_jul1999.php, eingesehen am: 07.10.2004

Jenkins, Patrick (2004): The clubby world of German business refuses to accept new membership rules, in: Financial Times, Zeitung, vom 28./29.08. 2004, London

Kramer, Angelika (2004): Vom Zähnefletscher zum Mitunternehmer, in: Wirtschaftsblatt, Zeitung, vom 23.06.2004, Wien

Kramer, Angelika (2005): Handel an der Wiener Börse ist 2004 explodiert, in: Wirtschaftsblatt, Zeitung, vom 05.01.2005, Wien

Kuratorium für den österreichischen Kapitalmarkt (2004): Der österreichische Kapitalmarkt – die Wachstumsreserve, entnommen aus: <http://www.wienerboerse.at/mmdb/9/3/2875.pdf>, eingesehen am: 06.01.2005

McKinsey (2002): Global Investor Opinion Survey: Key Findings, entnommen aus: http://www.mckinsey.de/_downloads/Presse/global_investor_opinion_survey_2002.pdf, eingesehen am: 08.10.2004

Milla, Aslan; Vince-Bsteh, Claudia (2003): Transparenz und Prüfung, in: Fichtinger, Markus; Hrebicek, Gerhard (Hrsg): Handbuch Corporate Governance, Wien

Mostböck, Friedrich; Neumüller, Siegfried (2003): Corporate Governance aus Sicht des Kapitalmarkts, in: Fichtinger, Markus; Hrebicek, Gerhard (Hrsg): Handbuch Corporate Governance, Wien

Nowotny, Christian (2003a): Der Aufsichtsrat im Österreichischen Corporate Governance Kodex, in: Fichtinger, Markus; Hrebicek, Gerhard (Hrsg): Handbuch Corporate Governance, Wien

Nowotny, Christian (2003b): Rechtliche Gestaltung der Umsetzung des CGK und rechtliche Konsequenzen, in: Fichtinger, Markus; Hrebicek, Gerhard (Hrsg): Handbuch Corporate Governance, Wien

NYSE (2004): Section 303A Corporate Governance Rules, entnommen aus: http://www.nyse.com/pdfs/section303A_final_rules.pdf, eingesehen am: 15.12.2004

NYSE (2005): General Electric Company, entnommen aus: <http://www.nyse.com/about/listed/lcddata.html?ticker=ge>, eingesehen am: 06.01.2005

ÖACG (o.J.): Corporate Governance Kodex ist neues Kriterium im Prime Market der Wiener Börse, entnommen aus: <http://www.wienerboerse.at/corporate/pdf/Presseaussendung.pdf>, eingesehen am: 15.12.2004

ÖACG (2002): Österreichischer Corporate Governance Kodex, entnommen aus: <http://www.wienerboerse.at/corporate/pdf/OesterrCGKodex0902.pdf>, eingesehen am: 01.09.2004

ÖACG (2003): Corporate Governance in Österreich, entnommen aus: <http://www.corporate-governance.at/>, eingesehen am: 16.12.2004

o.V. (2004): Die Größten an den Weltbörsen, in: Gewinn, Zeitschrift, Oktober 2004, Wien

Pagano, Marco; Paolo Volpin (2003): The Political Economy of Corporate Governance, London Business School

Papendick, Ulric (2005): Der Markt bestraft nicht, in: manager magazin 1/2005, Hamburg

Rasinger, Wilhelm (2003): Anforderung privater Investoren, in: Fichtinger, Markus; Hrebicek, Gerhard (Hrsg): Handbuch Corporate Governance, Wien

SEC (2002): US SEC Final Rule, entnommen aus: <http://www.sec.gov/rules/final/33-8238.htm>, eingesehen am: 25.10.2004

Seuhs, Rudolf (2003): Corporate Governance in deutschen Unternehmen, in: Fichtinger, Markus; Hrebicek, Gerhard (Hrsg): Handbuch Corporate Governance, Wien

Shleifer, Andrei; Vishny, Robert (1996): A Survey Of Corporate Governance, NBER Working Paper 5554, National Bureau Of Economic Research, Cambridge

Wiener Börse (o.J.): prime market, entnommen aus: <http://www.wienerbourse.at/cms/1/75/591>, eingesehen am: 20.12.2004

Wiener Börse (2004b): Die Wiener Börse und ihre Emittenten, Wien

Wiener Börse (2004c): Kurse und Marktkapitalisierung Aktien vom 16.12.2004, entnommen aus: <http://www.wienerbourse.at/cgi-bin/statistiken.pl?lang=1>, eingesehen am: 16.12.2004

Wiener Börse (2004d): Marktkapitalisierung der Wiener Börse steigt, entnommen aus: <http://www.wienerbourse.at/primenews/stat/marktkap.pdf>, eingesehen am: 22.12.2004

Wiener Börse (2004e): ATX und Top Performer im Jahr 2004, entnommen aus: <http://www.wienerbourse.at/cms/1/95/2228>, eingesehen am: 06.01.2005

Wiener Börse (2004f): ATX überspringt 2.000 Punkte, entnommen aus: <http://www.wienerboerse.at/cms/1/51/>, eingesehen am: 06.01.2005

Wiener Börse (2004g): Media Fact Sheet - Dezember 2004, entnommen aus: http://www.wienerboerse.at/primenews/stat/boerse_dt.pdf, eingesehen am: 06.01.2005

Wiener Börse (2005): ATX - Austrian Traded Index, entnommen aus: <http://www.indices.cc/cgi-bin/indizes.pl?index=ATX&lang=5>, eingesehen am: 06.01.2005

World Federation of Exchanges (2003a): EQUITY 1.1 DOMESTIC MARKET CAPITALIZATION, entnommen aus <http://www.fibv.com/publications/EQUITY104.XLS>; eingesehen am: 06.01.2005

World Federation of Exchanges (2004a): Focus December 2004 - No: 142, entnommen aus <http://www.fibv.com/publications/Focus1204web.pdf>; eingesehen am: 06.01.2005

World Federation of Exchanges (2004b): PRICE EARNING RATIO & GROSS DIVIDEND YIELD, entnommen aus <http://www.fibv.com/publications/Ts6%20PER%2C%20Dividend%20Yield.XLS>; eingesehen am: 06.01.2005

Working Papers und Studien der Fachhochschule des bfi Wien

2005 erschienene Titel

Working Paper Series No. 10

Thomas Wala: Aktuelle Entwicklungen im Fachhochschul-Sektor und die sich ergebenden Herausforderungen für berufsbegleitende Studiengänge. Wien Jänner 2005.

Working Paper Series No. 11

Martin Schürz: Monetary Policy's New Trade-Offs? Wien Jänner 2005.

Working Paper Series No. 12

Christian Mandl: 10 Jahre Österreich in der EU. Auswirkungen auf die österreichische Wirtschaft. Wien Februar 2005.

2004 erschienene Titel

Working Paper Series No. 1

Christian Cech: Die IRB-Formel zur Berechnung der Mindesteigenmittel für Kreditrisiko. Laut Drittem Konsultationspapier und laut „Jänner-Formel“ des Baseler Ausschusses. Wien März 2004.

Working Paper Series No. 2

Johannes Jäger: Finanzsystemstabilität und Basel II - Generelle Perspektiven. Wien März 2004.

Working Paper Series No. 3

Robert Schwarz: Kreditrisikomodelle mit Kalibrierung der Input-Parameter. Wien Juni 2004.

Working Paper Series No. 4

Markus Marterbauer: Wohin und zurück? Die Steuerreform 2005 und ihre Kritik. Wien Juli 2004.

Working Paper Series No. 5

Thomas Wala / Leonhard Knoll / Stephanie Messner / Stefan Szauer: Europäischer Steuerwettbewerb, Basel II und IAS/IFRS. Wien August 2004.

Working Paper Series No. 6

Thomas Wala / Leonhard Knoll / Stephanie Messner: Temporäre Stilllegungsentscheidung mittels stufenweiser Grenzkostenrechnung. Wien Oktober 2004.

Working Paper Series No. 7

Johannes Jäger / Rainer Tomassovits: Wirtschaftliche Entwicklung, Steuerwettbewerb und *politics of scale*. Wien Oktober 2004.

Working Paper Series No. 8

Thomas Wala / Leonhard Knoll: Finanzanalyse - empirische Befunde als Brennglas oder Zerrspiegel für das Bild eines Berufstandes? Wien Oktober 2004.

Working Paper Series No. 9

Josef Mugler / Clemens Fath: Added Values durch Business Angels. Wien November 2004.

Andreas Breinbauer / Rudolf Andexlinger (Hg.): Logistik und Transportwirtschaft in Rumänien. Marktstudie durchgeführt von StudentInnen des ersten Jahrgangs des FH-Studiengangs „Logistik und Transportmanagement“ in Kooperation mit Schenker & Co AG. Wien Frühjahr 2004.

Christian Cech / Michael Jeckle: Integrierte Risikomessung für den österreichischen Bankensektor aus Analystenperspektive. Studie in Kooperation mit Walter Schwaiger (TU Wien). Wien November 2004.

Robert Schwarz / Michael Jeckle: Gemeinsame Ausfallswahrscheinlichkeiten von österreichischen Klein- und Mittelunternehmen. Studie in Kooperation mit dem „Österreichischen Kreditschutzverband von 1870“. Wien November 2004.



IMPRESSUM:
Fachhochschule des bfi Wien Gesellschaft m.b.H.
Wohlmutterstraße 22, A-1020 Wien, Tel. ++43/1/720 12 86
E-Mail: info@fh-vie.ac.at, <http://www.fh-vie.ac.at>