

Corporate Governance Rating auf Basis der DVFA-Scorecard

I. Einleitung

Die sich nicht reduzierende Diskussion um gute Corporate Governance hat international in zunehmendem Maß zu der Entwicklung von Corporate Governance-Ratingsystemen geführt, welche auf unterschiedlicher Weise die Corporate Governance von Unternehmen oder Ländern durch aggregiertes Scoring evaluieren¹⁾. Die Aussagekraft dieser Ratingsysteme – insbesondere die von privaten Anbietern – ist jedoch nicht unstrittig und erfährt zunehmend Kritik²⁾.

Legitimation dieser Ratingsysteme liefert u.a. die theoretisch formulierte Verknüpfung von guter Corporate Governance und steigenden Unternehmenswerten. Für Deutschland existieren bisher nur wenige wissenschaftliche Studien, welche diesen Zusammenhang untersuchen³⁾. Diese basieren zumeist auf einer Bewertung anhand der Erfüllung des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK)⁴⁾.

Es gibt aber über den DCGK hinausgehende Kriterien, die von Investoren und Analysten als Elemente guter Corporate Governance gefordert werden, aber bisher nicht im Kodex erfasst wurden. Diese Standards sind z.B. in der DVFA Scorecard⁵⁾ oder den Guidelines der institutionellen Investoren⁶⁾ zu finden.

Um auch diese zusätzlichen Kriterien zu erfassen, wurde von dem DVFA Arbeitskreis Corporate Governance eine überarbeitete Version der DVFA Scorecard entwickelt. Hierin werden diese kapitalmarktorientierten Kriterien berücksichtigt, um die Corporate Governance-Erfüllung einzelner Unternehmen umfassend bewerten zu können. Die Scorecard geht also über die im Kodex definierten Kriterien hinaus. Zudem wurden viele DCGK Empfehlungen und Anregungen verschärft ausgelegt. Dies betrifft insbesondere Kriterien, die im Kodex eher weich formuliert wurden, sodass ein Ermessensspielraum vorhanden ist.

Für die DVFA-Scorecard werden zur Analyse der Corporate Governance nicht nur die Entsprechenserklärungen ausgewertet, sondern es werden alle vom Unternehmen veröffentlichten Informationen bis 31.07.2005 berücksichtigt. Die verwendeten Kriterien sowie die Bewertungslogik sind zudem für alle frei erhältlich und können so nachvollzogen werden. Außerdem können Unternehmen und Investoren die Gewichtung der Kriterien ändern und so an ihre eigenen Bedürfnisse anpassen.

Ziel dieses Beitrags ist es, die in der DVFA-Scorecard zusammengefasste Erfüllung der Corporate Governance systematisch zu analysieren. Hierbei werden insbesondere die Defizite in der Erfüllung der Corporate Governance aus Kapitalmarktperspektive herausarbeitet, um so weiteren Verbesserungsbedarf in der Corporate Governance aufzuzeigen.

II. Methodisches Vorgehen

1. Datenerhebungsverfahren

Methodisch reiht sich die DVFA-Scorecard in die Studien der „unsolicited“ Ratings ein⁷⁾. Dabei werden i.S. einer Sekundärerhebung anhand eines standardisierten Kriterienkatalogs veröffentlichte Informationen eines Unternehmens ausgewertet. Auf Interviews oder die Verarbeitung von internen Informationen wird gezielt verzichtet, da dies die Objektivität der Studie verringern würde.

Grundsätzlich wurde in einer Vollerhebung die Umsetzung der Corporate Governance der DAX-, MDAX- und TecDAX-Unternehmen untersucht. Diese Indexzuordnung erfolgt zum einen aufgrund der Ergebnisse vorliegender Studien zur Kodex-Entsprechung, welche jeweils deutliche Unterschiede in der Entsprechung der jeweiligen Index-Unternehmen aufweisen⁸⁾. Zum anderen wird gute Corporate Governance häufig mit positiven Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg verknüpft. Aktuelle Daten zeigen jedoch, dass insbesondere die Erfolgsdaten der untersuchten Indizes stark differieren⁹⁾.

Börsennotierte ausländische Gesellschaften und auch Gesellschaften mit Streubesitz von weniger als 1% wurden nicht berücksichtigt. Daraus ergibt sich für die betrachtete Erhebung ein Umfang von 30 DAX-Unternehmen, 46 MDAX-Unternehmen und 24 TecDAX-Unternehmen.

Ausgewertet wurden Entsprechenserklärungen, Geschäftsberichte, Satzungen, eigene Corporate Governance Richtlinien, Form 20-F, Einladun-

Prof. Dr. Alexander Bassen ist Inhaber des Lehrstuhls für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre mit Schwerpunkt Finanzierung/Investition an der Universität Hamburg. Seine Forschungsschwerpunkte liegen in den Bereichen Corporate Governance, Investor Relations, Wachstumsfinanzierung und kapitalmarktorientierte Unternehmensführung.
Dirk Pupke (Dipl.-Kfm.) ist wissenschaftlicher Mitarbeiter an diesem Lehrstuhl. Im Rahmen seiner Forschungstätigkeit beschäftigt er sich mit Corporate Governance und Compliance.
Christine Zöllner (Dipl.-Vw./MBA) ist wissenschaftliche Mitarbeiterin von Prof. Dr. Alexander Bassen an der Universität Hamburg. Ihr Forschungsinteresse richtet sich schwerpunktmäßig auf Corporate Governance.

- 1) Vgl. einen Überblick bei Bassen/Klein/Zöllner, *Ratingsysteme der Corporate Governance*, ZfO 2/2006 S. 81-87.
- 2) Vgl. z.B. Larcker/Richardson/Tuna, *How Important is Corporate Governance*, 2005, S. 4. Download: <http://ssrn.com/abstract=595821> (Stand: 10.11.2005).
- 3) Vgl. für eine Übersicht Bassen/Klein/Zöllner, a.a.O. (Fn. 1).
- 4) Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2003, S. 1; zu den Studien v. Werder/Talaulicar, DB 2005 S. 841-846; Bassen/Kleinschmidt/Zöllner, FB 2004 S. 527-533.
- 5) Bassen/Böcking/Loist/Strenger, in: Achleitner/Thoma (Hrsg.), *Handbuch Corporate Finance*, 2. Aufl. 2001, S. 1-24.
- 6) Vgl. z.B. CalPERS, *Global Corporate Governance Principles*, 2001.
- 7) Vgl. Bassen/Klein/Zöllner, a.a.O. (Fn. 1).
- 8) Vgl. z.B. v. Werder/Talaulicar, DB 2005 S. 841-846; Bassen/Kleinschmidt/Zöllner, FB 2004 S. 527-533.
- 9) Vgl. Bassen/Kleinschmidt/Prigge/Zöllner, *Corporate Governance und Unternehmenserfolg*, Working Paper, Universität Hamburg, 2005. Auf eine Differenzierung nach weiteren Variablen, wie z.B. die Aktionärsstruktur, wurde hier verzichtet. Deren Einfluss auf die freiwillig deklarierte Corporate Governance erscheint eher gering, während er im Rahmen der theoretischen Verknüpfung guter Corporate Governance mit Unternehmenserfolgen durchaus von Bedeutung ist.

gen zur Hauptversammlung, Abstimmungsergebnisse der Hauptversammlung und der eigene Internetauftritt. Bei allen Unternehmen wurde dabei die gleiche Suchstrategie angewendet. Zur Plausibilitätsprüfung wurden die finalen Ergebnisse den Unternehmen zur Verfügung gestellt.

2. Aufbau des Kriterienkatalogs

Grundlage der Datenerhebung ist der von der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse & Asset Management (DVFA) festgelegte Katalog von 41 Kriterien zur Messung der Erfüllung der Corporate Governance eines Unternehmens. Darin sind Kriterien enthalten, die mit Empfehlungen und Anregungen des DCGK in der jeweils aktuellen Version identisch sind. Als Kriterien wurden diejenigen ausgewählt, die für Investoren und Analysten besonders bedeutend sind und zudem in früheren empirischen Untersuchungen¹⁰⁾ einen geringen Erfüllungsgrad aufwiesen. Allerdings geht die Bewertung darüber hinaus. Weitere Kriterien, die vom Kodex nicht erfasst werden und auf Best Practice Forderungen von Investoren und Analysten basieren, wurden in den Kriterienkatalog integriert.

Die Erfassung der relevanten Informationen erfolgte durch Einsatz der DVFA Scorecard mit detaillierter Beschreibung der Kriterien. So wurde ein einheitliches Vorgehen sichergestellt. Die Erfüllung der Anforderung wird mit 1 bewertet, die Nichterfüllung mit 0. Drei Kriterien können auch mit 0,5 bewertet werden, um eine differenzierte Analyse zu ermöglichen.

Die unterschiedliche Relevanz der jeweiligen Kriterien kommt in den Gewichtungen zum Ausdruck. Die Gewichtung wurde im Rahmen einer Expertenbefragung durch die Mitglieder des Arbeitskreises Corporate Governance der DVFA abgeleitet. Um möglichen unterschiedlichen Prioritätseinstufungen, die sich aus den jeweiligen Zielgewichtungen ergeben können, Rechnung zu tragen, ist eine Variation der Gewichte durch jeden einzelnen Nutzer möglich. Die Subjektivität einer solchen Gewichtung wird bewusst in Kauf genommen, da nur so jeder Kapitalmarktteilnehmer seinen Prioritäten Ausdruck verleihen kann.

Die Bedeutung jedes Kriteriums wird dabei durch eine Gewichtungszahl festgelegt. Max. sind 52 Punkte erreichbar. Die meisten Kriterien werden mit 1 gewichtet, bei acht Kriterien wurde eine höhere Gewichtung festgelegt (Tab. 2).

Kriterientyp	Anzahl
DCGK Anregung	10
DCGK Anregung mit strikterer Auslegung durch DVFA	3
DCGK Empfehlung	11
DCGK Empfehlung mit strikterer Auslegung durch DVFA	3
Zusätzliche DVFA Kriterien	14
Gesamt	41

Tab. 1: Kriterientyp

Die insgesamt 41 Kriterien können in verschiedenen Sachgebieten zusammengefasst

werden. Analog zum DCGK sind dies: Aktionäre und Hauptversammlung, Vorstand, Aufsichtsrat, Transparenz und Rechnungslegung (Tab. 2).

Kategorien	Kriterien	Gewicht
Aktionäre und HV	5	12%
Vorstand	10	21%
Aufsichtsrat	17	44%
Rechnungslegung	3	8%
Transparenz	6	15%
Gesamt	41	100%

Tab. 2: Verteilung der Kriterien

III. Erfüllung der Corporate Governance

1. Überblick

Die folgende Diskussion bezieht sich auf die ausgewerteten DAX, MDAX und TecDAX Unternehmen. Die Ergebnisse wurden in drei Index-Auswertungen zusammengefasst. Der Grad der Erfüllung reicht von 84,6% bis zu 26,0%. Auffällig im Vergleich zu vorherigen Studien zur Kodexentsprechung ist die deutlich höhere Streuung der Ergebnisse.

Betrachtet man die durchschnittliche Erfüllung gruppiert nach den Indizes, zeigt sich, dass die Erfüllung der Corporate Governance schlechter wird, je kleiner die Unternehmen sind. Während im DAX noch durchschnittlich ein Erfüllungsgrad von 67,1% erreicht wurde, sind es im MDAX nur noch 49,5% und im TecDAX 46,8%. Das beste DAX Unternehmen erreicht 84,6% der Erfüllung, im MDAX wurden max. 74%, im TecDAX nur 68,3% erreicht. Damit ist das beste TecDAX Unternehmen nur knapp besser als ein durchschnittliches DAX Unternehmen (Tab. 3).

	DAX	MDAX	TecDAX
Mittelwert	67,1%	49,5%	46,8%
Median	66,3%	50,0%	47,1%
Varianz	0,638%	1,235%	1,171%
Beste Bewertung	84,6%	74,0%	68,3%
Schlechteste Bewertung	47,1%	26,0%	27,9%

Tab. 3: Erfüllungsgrad der Indizes

Im Mittelfeld der Rankings sind die Unternehmen sehr dicht gedrängt. Dies gilt insbesondere bei den DAX Unternehmen. Die Corporate Governance-Erfüllung der DAX Unternehmen (Varianz 0,638%) liegt im Vergleich zum MDAX (1,235%) und auch zum TecDAX (1,171%) relativ eng zusammen.

Tab. 4 auf S. 553 zeigt die Kriterien mit der niedrigsten Erfüllung. Im Folgenden wird der Erfüllungsgrad anhand der fünf Kategorien aufgezeigt. Dabei werden jeweils alle Kriterien diskutiert, die von weniger als 50% der Unterneh-

¹⁰⁾ Vgl. v. Werder/Talaulicar, DB 2005 S. 841-846; Bassen/Kleinschmidt/Zöllner, FB 2004 S. 527-533.

Kriterium	DAX	MDAX	TecDAX	Total	Klassifizierung
Existiert ein Anforderungsprofil für den Aufsichtsrat (AR), das veröffentlicht wird? (ja = 1, nein = 0)	0%	0%	0%	0%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Wird ein Qualifikationsprofil bei den Wahlvorschlägen neuer AR-Mitglieder veröffentlicht? (ja = 1, nein = 0)	0%	0%	0%	1%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Existiert ein vollständiger Vergütungsbericht, der die verschiedenen Vergütungskomponenten verständlich und zusammengefasst erläutert? (ja = 1, nein = 0)	3%	2%	0%	5%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Erfolgt eine Einzelentlastung der AR-Mitglieder? (ja = 1, nein = 0)	3%	2%	8%	5%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Wie oft tagt der AR ohne den Vorstand im Jahr? (nie/keine Information = 0, einmal = 0,5, mehr als einmal = 1)	5%	3%	0%	7%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Wird die Anzahl der Teilnahmen an den Sitzungen individualisiert veröffentlicht? (ja = 1, nein = 0)	13%	9%	21%	11%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Werden wesentliche Ertrags- und Strategieziele von der Gesellschaft veröffentlicht (z.B. zu Beginn des Finanzjahrs oder Quartals), insbesondere wird eine Abweichungsanalyse wesentlicher, früher genannter Ertrags- und Strategieziele veröffentlicht? (ja = 1, nein = 0)	10%	7%	4%	14%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Berichtet der AR über regelmäßig abgehaltene Board Reviews? (ja = 1, nein = 0)	30%	20%	4%	17%	DCGK-Empfehlung mit strikterer Auslegung durch DVFA
Ermöglicht die Gesellschaft die Verfolgung der gesamten HV über moderne Kommunikationsmedien (z.B. Internet)? (ja = 1, nein = 0)	10%	7%	17%	18%	DCGK-Anregung mit strikterer Auslegung durch DVFA
Werden die Mitglieder des AR für unterschiedliche Amtsperioden gewählt? (ja = 1, nein = 0)	20%	20%	13%	18%	DCGK-Anregung
Existiert eine erfolgsorientierte Vergütung, die auch auf den langfristigen Unternehmenserfolg bezogene Bestandteile für AR-Mitglieder enthält? (ja = 1, nein = 0)	40%	4%	21%	19%	DCGK-Anregung
* Diese Zusammenfassung zeigt alle Kriterien, die von weniger als 20% der Unternehmen erfüllt wurden.					

Tab. 4: Gesamtübersicht – Kriterien mit niedrigster Erfüllung*

men erfüllt werden¹¹⁾. Das bedeutet, dass im Vergleich zu anderen Studien die Grenze für kritische Kriterien sehr niedrig angelegt worden ist¹²⁾. Der niedrige Erfüllungsgrad entspricht den Erwartungen, da viele Kriterien über die Anforderungen des DCGK hinausgehen.

2. Kategorie Aktionäre und Hauptversammlung

In der Kategorie Aktionäre und Hauptversammlung ist die durchschnittliche Erfüllung mit 40% sehr niedrig. Nur 18% der Unternehmen übertragen die Hauptversammlung in voller Länge im Internet. Die Zahl der Unternehmen, die lediglich Ausschnitte wie z.B. die Rede des Vorstandsvorsitzenden übertragen, ist wesentlich höher, die anschließende Aussprache wird jedoch nur von wenigen Unternehmen gezeigt. Auffallend ist auch, dass MDAX Unternehmen sich mit der Internetübertragung nicht anfreunden können, dagegen ist die Erfüllungsquote bei TecDAX Unternehmen vergleichsweise hoch. Als Begründung für eine Nicht-Erfüllung werden oft Datenschutzgründe genannt.

Einen eigenen Corporate Governance Kodex haben 20% der Unternehmen, ein Commitment zur zukünftigen und stetigen Anpassung an Corporate Governance Best Practices geben 35%, wobei kein großer Unterschied zwischen

den Indizes besteht. Der hohe Erfüllungsgrad von DAX Unternehmen bei dem Kriterium ‚Commitment zu aktionärsorientiertem Verhalten‘ hat insbesondere damit zu tun, dass diese Unternehmen oft zu den Anregungen des Kodex Stellung nehmen. Darin weisen sie explizit darauf hin, das Kriterium zu erfüllen (Tab. 5 auf S. 554).

3. Kategorie Aufsichtsrat

Zehn der 17 Kriterien werden von weniger als 50% der Unternehmen erfüllt. Daher ist die durchschnittliche Erfüllung mit 39% auch relativ niedrig. Interessant ist, dass die durchschnittliche Erfüllung von MDAX und TecDAX gleich niedrig ist. Die Erfüllung der DAX Unternehmen ist zwar höher, aber auch unter 50%. Keines der analysierten DAX, MDAX oder TecDAX Unternehmen veröffentlicht ein Anforderungsprofil für Aufsichtsräte, das über den

11) Eine Ausnahme ist die Kategorie Rechnungslegung, hier wird kein Kriterium von weniger als 50% der bewerteten Unternehmen erfüllt. Es werden daher alle Kriterien in dieser Kategorie dargestellt.

12) So definieren Bassen/Kleinschmidt/Zöllner, FB 2004 S. 527-533, kritische Kodex-Kriterien derart, dass sie von 10% der Unternehmen nicht erfüllt werden. Diese Grenze nutzen auch v. Werder/Talaulicar, DB 2005 S. 841-846, bei der Def. von neuralgischen Kriterien.

Kriterium	DAX	MDAX	TecDAX	Total	Klassifizierung
Ermöglicht die Gesellschaft die Verfolgung der gesamten HV über moderne Kommunikationsmedien (z.B. Internet)? (ja = 1, nein = 0)	37%	7%	17%	18%	DCGK-Anregung mit strikterer Auslegung durch DVFA
Gibt es außerhalb des Geschäftsberichts auf dem DCG-Kodex basierende eigene Corporate-Governance-Grundsätze, die veröffentlicht werden? (ja = 1, nein = 0)	23%	22%	13%	20%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Gibt es ein Commitment zum aktionärsorientierten Verhalten bei „bon fide“ und substantiellen Übernahmeangeboten (grundsätzliche Einberufung einer HV), z.B. durch eine Stellungnahme zur entsprechenden Kodex-Anregung? (ja = 1, nein = 0)	73%	22%	13%	35%	DCGK-Anregung
Gibt es ein Commitment zur zukünftigen und stetigen Anpassung an CG Best Practices? (ja = 1, nein = 0)	37%	37%	33%	36%	DVFA
Mittelwert	54%	36%	31%	40%	

Tab. 5: Erfüllung Kategorie Aktionäre und Hauptversammlung

Kodex und das Aktiengesetz hinausgeht. Ein Anforderungsprofil sollte darstellen, welche individuellen Qualifikationen im Aufsichtsrat benötigt werden. Da die Notwendigkeit von Qualifikationen entscheidend von dem jeweiligen Unternehmen beeinflusst wird, wurde es nicht als Erfüllung gewertet, dass der DCGK mit Ziff. 5.4.1 als erfüllt zitiert wird. Es wird dagegen erwartet, dass die spezifischen Anforderungen des Unternehmens dargestellt werden.

Auch wird von 99% der Unternehmen kein Qualifikationsprofil bei der Aufsichtsratswahl in der Hauptversammlung veröffentlicht. Dieses würde es den Aktionären erleichtern, die jeweilige Eignung des Kandidaten einzuschätzen. Zwar nennt ein Großteil der Unternehmen in der Einladung zur Hauptversammlung die derzeit in anderen Unternehmen gehaltenen Mandate der Kandidaten. Allerdings gibt es selten Hinweise auf vorherige Tätigkeiten, Ausbildung oder besondere Qualifikation.

Zu einer schlechten Transparenz tragen weiterhin bei: Die Teilnahme an den Sitzungen wird nicht individualisiert veröffentlicht, ebenso wird nur in 7% der Fälle angegeben, wie oft der Aufsichtsrat ohne Vorstand tagt. Eine Beschreibung der durchgeführten Board Reviews gibt es nur in 11% der Unternehmen. Damit der Investor die Effizienzprüfung des Aufsichtsrats einschätzen kann, ist es aber hilfreich, dass Informationen über das Verfahren veröffentlicht werden.

Nur 18% der Unternehmen sehen inzwischen von einer Blockwahl ab und wählen die Aufsichtsräte mit unterschiedlichem Beginn der Amtszeit. Diese geforderte Einführung von *staggered boards* soll eine kontinuierliche Arbeit und auch einen effektiven Wissenstransfer zwischen den Aufsichtsratsmitgliedern gewährleisten und die Anpassung des Aufsichtsrats an veränderte Eigentümerstrukturen erleichtern. Ebenso gibt es bei der Entlastung und bei der Veröffentlichung der Teilnahme an den Aufsichtsratssitzungen noch eine Blockbildung. In nur 5% bzw. 11% der Unternehmen wird individualisiert vorgegangen, sodass individuelle Leistungen durch den Investor nicht erkannt werden können.

Die Vergütung enthält bei 40% der DAX Unternehmen eine langfristige variable Komponente. Im TecDAX sind immerhin noch 21%, im MDAX hingegen nur 4% der Unternehmen bereit, die Vergütung auch an langfristigen Kriterien auszurichten. Als langfristig wurde gewertet, wenn die Vergütung sich an dem Erfolg aus mindestens zwei Jahren orientiert. Das Kriterium zur Erfolgsmessung kann dabei unterschiedlich sein. Die Dividende, der ROI oder der Jahresüberschuss sind mögliche Indikatoren, die zur Anwendung gezogen werden können (Tab. 6 auf S. 555).

4. Kategorie Rechnungslegung

Die Kategorie Rechnungslegung wurde relativ gut erfüllt. Im Durchschnitt lag der Erfüllungsgrad bei 80%. Da kein Kriterium von weniger als 50% der Unternehmen erfüllt wurde, sind in Tab. 7 auf S. 555 alle Kriterien abgebildet. Auch hier bleibt der MDAX hinter dem TecDAX zurück. Das am wenigsten erfüllte Kriterium ist die Veröffentlichung von Details zu Anreizsystemen von Führungskräften unterhalb der Vorstandsebene. Die übrigen Kriterien, wie die Einhaltung der Veröffentlichungsfristen und auch der Umfang der Berichterstattung, werden von Unternehmen in einem hohen Maß umgesetzt (Tab. 7 auf S. 555).

5. Kategorie Transparenz

Von den sechs Kriterien im Bereich Transparenz werden nur zwei Kriterien von weniger als 50% der Unternehmen erfüllt. Das ist zum einen die Veröffentlichung von Ertrags- und Strategiezielen in Verbindung mit einer Abweichungsanalyse. DAX Unternehmen liefern hier in 33% der Fälle noch ausreichend Informationen. Diese sind i.d.R. in Investoren- und Analystenpräsentationen zu finden. Zwar enthält der Geschäftsbericht einen Ausblick auf die nächsten Jahre – in einigen Fällen werden auch Planzahlen genannt; allerdings findet man im Geschäftsbericht grundsätzlich keine Abweichungsanalyse zwischen Planzahlen der Vergangenheit- und Ist-Zahlen. Ein Vergleich zu den Ist-Werten des Vorjahrs aber ist nicht ausreichend, denn es soll die vom Management erwartete Unternehmensentwick-

Kriterium	DAX	MDAX	TecDAX	Total	Klassifizierung
Existiert ein Anforderungsprofil für den AR, das veröffentlicht wird? (ja = 1, nein = 0)	0%	0%	0%	0%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Wird ein Qualifikationsprofil bei den Wahlvorschlägen neuer AR-Mitglieder veröffentlicht (ja = 1, nein = 0)	0%	2%	0%	1%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Erfolgt eine Einzelentlastung der AR-Mitglieder? (ja = 1, nein = 0)	7%	2%	8%	5%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Wie oft tagt der AR ohne den Vorstand im Jahr? (nie/keine Information = 0, einmal = 0,5, mehr als einmal = 1)	18%	3%	0%	7%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Wird die Anzahl der Teilnahmen an den Sitzungen individualisiert veröffentlicht? (ja = 1, nein = 0)	7%	9%	21%	11%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Berichtet der AR über regelmäßig abgehaltene Board Reviews? (ja = 1, nein = 0)	23%	20%	4%	17%	DCGK-Empfehlung mit strikterer Auslegung durch DVFA
Werden die Mitglieder des AR für unterschiedliche Amtsperioden gewählt? (ja = 1, nein = 0)	20%	20%	13%	18%	DCGK-Anregung
Existiert eine erfolgsorientierte Vergütung, die auch auf den langfristigen Unternehmenserfolg bezogene Bestandteile für AR-Mitglieder enthält? (ja = 1, nein = 0)	40%	4%	21%	19%	DCGK-Anregung
Erfolgt eine Einzelwahl der AR-Mitglieder? (ja = 1, nein = 0)	37%	15%	29%	25%	DCGK-Empfehlung mit strikterer Auslegung durch DVFA
Mittelwert	48%	35%	35%	39%	

Tab. 6: Erfüllung Kategorie Aufsichtsrat

Kriterium	DAX	MDAX	TecDAX	Total	Klassifizierung
Macht der Konzernabschluss konkrete Angaben zu erfolgsorientierten Anreizsystemen für Führungskräfte unterhalb der Vorstandsebene?	90%	59%	75%	72%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Werden die Veröffentlichungsfristen von der Gesellschaft eingehalten? (ja = 1, nein = 0)	93%	65%	79%	77%	DCGK-Empfehlung
Es existieren keine Quartalsberichte = 0 Quartalsbericht enthält GuV und Teile der Bilanz = 0,5 Vollständiger Quartalsbericht mit Bilanz, Cash-flow-Rechnung und GuV = 0,5 Vollständiger Quartalsbericht mit Bilanz, Cash-flow-Rechnung, Segmentberichterstattung und EK-Veränderung = 1	98%	85%	96%	92%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Mittelwert	94%	70%	83%	80%	

Tab. 7: Erfüllung Kategorie Rechnungslegung

lung mit der tatsächlich erreichten Leistung verglichen werden. Dies stellt für Investoren einen wichtigen Indikator dar, inwieweit die Unternehmensführung mit soliden Planzahlen arbeitet.

Erläuterungen zu den Sollte-Anregungen gibt es immerhin bei über der Hälfte der DAX Unternehmen. MDAX und TecDAX Unternehmen gehen großteils nicht darauf ein. Das bedeutet eine deutliche Verschlechterung der Transparenz, da dadurch die Umsetzung von vielen Kriterien unklar bleibt. Dadurch kann der Investor, selbst wenn das Kriterium tatsächlich erfüllt ist, wegen der mangelhaften Veröffentlichung zu keinem positiven Ergebnis kommen (Tab. 8 auf S. 556).

6. Kategorie Vorstand

Der Erfüllungsgrad in der Kategorie Vorstand ist relativ niedrig, nur fünf der zehn Kriterien werden von über 50% der Unternehmen erfüllt. Das Kriterium zum vollständigen Ver-

gütungsbericht hat den geringsten Erfüllungsgrad. Die Ursache sind die fehlenden Aussagen zu vereinbarten Abfindungszahlen. Diese Anforderung ist eine strenge Interpretation des Vergütungsberichts. Denn gerade Abfindungen haben bei plötzlichem Ausscheiden von Vorständen in der Öffentlichkeit zu großem Aufsehen geführt. Unter den Unternehmen, die dieses Kriterium erfüllen, sind insbesondere Unternehmen, die für eine US-Börsennotierung einen speziellen Bericht (20-F) erstellen müssen.

Der Vergütungsbericht ist bei den meisten Unternehmen inzwischen sehr umfangreich geworden. In vielen Fällen werden die fixen, kurzfristig variablen und langfristig variablen Elemente detailliert aufgeführt. Auch auf Pensionszusagen geht der Vergütungsbericht ein. In einigen Fällen werden zudem Sachleistungen spezifiziert. Allerdings ist die Darstellung der Vergütungskomponenten deutlich verbesserungswürdig. Die Informationen sind

Kriterium	DAX	MDAX	TecDAX	Total	Klassifizierung
Werden wesentliche Ertrags- und Strategieziele von der Gesellschaft veröffentlicht (z. B. zu Beginn des Finanzjahrs oder Quartals), insbesondere wird eine Abweichungsanalyse wesentlicher, früher genannter Ertrags- und Strategieziele veröffentlicht? (ja = 1, nein = 0)	33%	7%	4%	14%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Werden Abweichungen von „Sollte-Anregungen“ erläutert? (ja = 1, nein = 0)	57%	15%	4%	25%	DCGK-Empfehlung
Mittelwert	94%	70%	83%	80%	

Tab. 8: Erfüllung Kategorie Transparenz

Kriterium	DAX	MDAX	TecDAX	Total	Klassifizierung
Existiert ein vollständiger Vergütungsbericht, der die verschiedenen Vergütungskomponenten verständlich und zusammengefasst erläutert? (ja = 1, nein = 0)	13%	2%	0%	5%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Existieren variable Vergütungsprogramme (Aktienoptionen etc.) für die Mitglieder des Vorstands mit einer langfristigen Anreizwirkung von zwei Jahren und länger und anspruchsvollen Erfolgszielen? (ja = 1, nein = 0)	57%	26%	17%	33%	zusätzliches DVFA-Kriterium
Erfolgt die Erstbestellung von Vorständen i.d.R. für weniger als fünf Jahre? (ja = 1, nein = 0)	67%	22%	25%	36%	DCGK-Anregung
Werden die ausschlaggebenden Parameter dieser Anreizprogramme für Vorstandsmitglieder detailliert veröffentlicht? (ja = 1, nein = 0)	80%	24%	33%	43%	DCGK-Anregung
In welcher Form macht die Gesellschaft Angaben zu Vorstandsbezügen? (individualisierte Angaben = 1, Angabe der Bezüge für den Gesamtvorstand = 0)	60%	39%	58%	50%	DCGK-Empfehlung
Mittelwert	69%	50%	46%	55%	

Tab. 9: Erfüllung Kategorie Vorstand

häufig an verschiedenen Stellen zu finden und nur schwer vergleichbar¹³⁾.

Auch variable Vergütungsprogramme mit anspruchsvollen Erfolgszielen sind nur bei 33% der Unternehmen vorhanden. Hier liegt eine eigene, strenge Auslegung der Kodex Kriterien durch den DVFA vor. Gefordert war, dass die Erfolgskriterien anspruchsvoll in dem Sinn sind, dass sowohl die Performance des Unternehmens an sich positiv als auch relativ gegenüber einer Benchmarking Gruppe positiv ist. Die Vergleichsgruppe kann z.B. ein Börsen-

Die Studie zeigt, dass ein Großteil der Unternehmen sehr daran interessiert ist, auch für den Investor sichtbar eine gute Erfüllung der Corporate Governance aufweisen zu können, wobei insbesondere DAX-Unternehmen einen relativ hohen Erfüllungsgrad aufweisen.

index wie der TecDAX oder ein Branchenindex sein. Einige Unternehmen haben zwar die Ausschüttung der Prämie an diese beiden Hürden geknüpft, allerdings wurden Ausnahmen dazu formuliert. Z.B. bleibt die relative Performance unberücksichtigt, wenn der Aktienkurs des Unternehmens absolut über 15% steigt. Dies kann aber nicht zielführend sein, da die starke Steigung des Aktienkurses auch auf einen generellen Trend zurückzuführen sein kann, der mit der Leistung des Management in keinem Zusammenhang steht. Das Management würde hier unabhängig von seiner Leistung eine hohe Vergütung beziehen.

IV. Zusammenfassung

Die Studie zeigt, dass ein Großteil der Unternehmen sehr daran interessiert ist, auch für den Investor sichtbar eine gute Erfüllung der Corporate Governance aufweisen zu können. Insbesondere DAX Unternehmen haben einen relativ hohen Erfüllungsgrad. MDAX und TecDAX liegen jedoch weit dahinter. In einigen Fällen sind TecDAX Unternehmen sogar besser als MDAX Unternehmen. Dies betrifft z.B. die Kategorien Transparenz und auch Rechnungslegung.

Aber insbesondere hier neu berücksichtigte Kriterien, die über den Kodex hinausgehen und nach Expertenurteil von hoher Relevanz für Investoren sind, werden noch unzureichend beachtet. Das kann daran liegen, dass die Unternehmen die Wichtigkeit noch nicht erkannt und Investoren die Relevanz der Anforderungen nicht klar kommuniziert haben. Daher sind weitere Anstrengungen bei der Umsetzung guter Corporate Governance notwendig.

Wie Abb. 1 auf S. 557 zeigt, gibt es insbesondere in der Kategorie Aufsichtsrat noch Verbesserungspotenzial. Der Erfüllungsgrad liegt bei nur 39%. Eine der Hauptursachen ist die nicht zielgerichtete Steuerung der Qualifikation der Aufsichtsratsmitglieder. Weder

¹³⁾ Zu ähnlichen Ergebnissen kommt die aktuelle DSW Studie zur Vorstandsvergütung. Im Internet unter http://www.dsw-info.de/Verguetungsberichte_im_Test.589.0.html

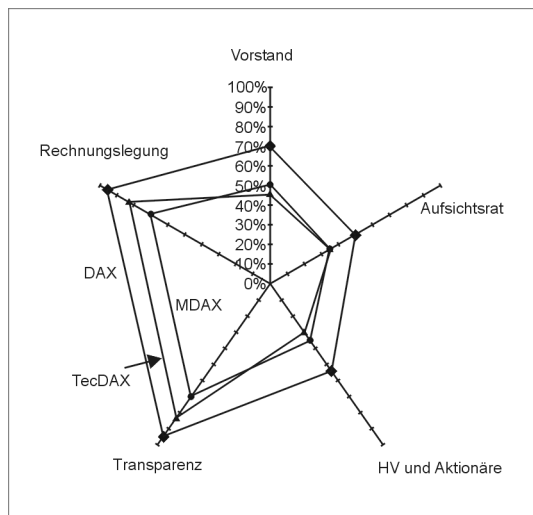


Abb. 1: Erfüllungsgrad der Kategorien

werden klare Anforderungsprofile definiert, noch wird die Qualifikation der zur Wahl stehenden Personen transparent dargelegt. Auch das intransparente Verfahren zur Effizienzprüfung, die nicht-individualisierte Veröffentlichung der Teilnahme an den Aufsichtsrats-

sitzungen und die fehlende Einzelentlastung führen zu einer niedrigen Erfüllung der Corporate Governance.

Die Kategorie Aktionäre und Hauptversammlung hat ebenfalls sehr schlecht abgeschnitten. MDAX und TecDAX Unternehmen waren hier deutlich schlechter als DAX Unternehmen. Diese Kategorie beinhaltet durch Erfassung eines deutlich deklarierten Commitments, inwieweit Unternehmen selbst ihr Corporate Governance-System optimieren wollen. Dabei beschränken sich viele Unternehmen jedoch inzwischen darauf, vergleichbar mit reinem Box-ticking, die jeweilige Entsprechung der Kodex Empfehlungen anzuzeigen. Individuelle Erklärungen oder kritisches Hinterfragen des eigenen Systems sind kaum zu finden. Zudem erfolgt eine auffällige Konzentration auf den reinen Kodex. Ein weitergehendes Verständnis zusätzlicher Elemente guter Corporate Governance scheint somit nur selten vorzuliegen.

Bedenkt man die Anzahl der Corporate Governance Studien und den Druck vom Kapitalmarkt, kann man vermuten, dass die Unternehmen sich noch verbessern werden.