



DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

Corporate Governance - Nutzen und Umsetzung -

Dokumentation der Seminarveranstaltung vom 12. März 2001



Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 15
Herausgegeben von Prof. Dr. Rüdiger von Rosen
Frankfurt am Main, Juni 2001

Herausgeber: Prof. Dr. Rüdiger von Rosen
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Börsenplatz 5
60313 Frankfurt a. M.

Tel. 0 69/9 29 15-0
Fax 0 69/9 29 15-12
Internet <http://www.dai.de>

1. Auflage, Juni 2001

Alle Rechte vorbehalten

Corporate Governance – Nutzen und Umsetzung

Inhalt

I.	Vorwort	5
II.	Programm	7
III.	Begrüßung Prof. Dr. Rüdiger von Rosen, Geschäftsführendes Vorstandsmitglied, Deutsches Aktieninstitut e.V.	9
IV.	Die Regierungskommission Corporate Governance: Ziele und Wirkungen für Deutschland Prof. Dr. Theodor Baums, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main	12
V.	Corporate Governance börsennotierter Banken Dr. Rolf-E. Breuer, Sprecher des Vorstands, Deutsche Bank AG	18
VI.	Diskussion	29
VII.	The US Experiences and Expectations for Germany of an Institutional Investor Dr. Andrew M. Clearfield, Senior Vice President and Chief Counsel, TIAA-CREF	34
VIII.	Portfolio Management According to Corporate Governance Principles Alastair Ross Goobey, Chief Executive, Hermes Pensions Management Ltd.	42
IX.	Erweiterte Aufgaben für den Wirtschaftsprüfer Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher, Mitglied des Vorstands, KPMG	48
X.	Erfahrungen mit der Umsetzung von Corporate Governance in Deutschland Christian Strenger, Mitglied des Aufsichtsrats, DWS Investment GmbH	56
XI.	Corporate Governance – Minimum Expectations in a Global Context John Plender, Financial Times	66

I. Vorwort

Der Finanzplatz Deutschland hat sich in den letzten Jahren stark fortentwickelt. Reformgesetze wie das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) haben entscheidend dazu beigetragen, ihn international wettbewerbsfähig zu machen. Im Ausland sind diese Reformen allerdings vielfach nur unzureichend wahrgenommen worden. Zu groß scheinen die Unterschiede des deutschen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts zu Gesetzen in anderen Ländern. Insbesondere der deutsche Corporate-Governance-Ansatz ist ausländischen Investoren nur schwer zu vermitteln.

Unternehmen, Investoren und auch der Gesetzgeber kennen diese Problematik. Seit knapp einem Jahr wird die Diskussion durch auf dem Tisch liegende Vorschläge verschiedener Gremien bereichert. Doch sind bislang noch keine konkreten Reaktionen des Gesetzgebers zu spüren. Auch sind nicht alle börsennotierten Unternehmen bereit, sich freiwilligen Kodizes zu unterwerfen, die über die gesetzlichen Regelungen hinausgehen.

Um die Diskussion weiter voranzutreiben, hat das Deutsche Aktieninstitut am 12. März 2001 in Kooperation mit der Financial Times Deutschland die Veranstaltung „Corporate Governance – Nutzen und Umsetzung“ durchgeführt. Es ist uns gelungen, deutsche und internationale Experten der Unternehmensführung und -kultur aus Theorie und Praxis in Frankfurt zu versammeln. Die Konferenz war aus Sicht der Veranstalter wie der Teilnehmer ein voller Erfolg. Aus den Vorträgen und der Podiumsdiskussion konnten wertvolle und interessante Impulse für das weitere Vorgehen in Deutschland gewonnen werden, die Ihnen nun in Form dieser Studie bereitgestellt werden. Wir hoffen dadurch insbesondere eines zu verdeutlichen: Es bedarf einer schnellen Umsetzung.



Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

II. Programm

Seminar Corporate Governance

- Nutzen und Umsetzung -

12. März 2001

Industrie- und Handelskammer Frankfurt

Programm

- | | | | |
|-----------|--|-----------|--|
| 9.45 Uhr | Begrüßung und Moderation
Prof. Dr. Rüdiger von Rosen
Geschäftsführendes Vorstandsmitglied
Deutsches Aktieninstitut | 12.15 Uhr | Portfolio Management
According to Corporate Governance Principles
Alastair Ross Goobey
Chief Executive
Hermes Pensions Management Ltd. |
| 10.00 Uhr | Die Regierungskommission
Corporate Governance: Ziele und Wirkungen für Deutschland
Prof. Dr. Theodor Baums
Institut für Bankrecht
Goethe-Universität Frankfurt | 12.45 Uhr | Diskussion |
| 10.30 Uhr | Corporate Governance börsennotierter Banken
Dr. Rolf-E. Breuer
Sprecher des Vorstands
Deutsche Bank AG | 13.00 Uhr | Mittagessen |
| 11.00 Uhr | Diskussion | 14.00 Uhr | Erweiterte Aufgaben für den Wirtschaftsprüfer
Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher
Mitglied des Vorstands
KPMG |
| 11.25 Uhr | Kaffeepause | 14.30 Uhr | Erfahrungen mit der Umsetzung von Corporate Governance in Deutschland
Christian Strenger
Mitglied des Aufsichtsrats
DWS Investment GmbH |
| 11.45 Uhr | The US Experience and Expectations for Germany of an Institutional Investor
Dr. Andrew M. Clearfield
Senior Vice President and Chief Counsel
TIAA-CREF | 15.00 Uhr | Corporate Governance – Minimum Expectations in a Global Context
John Plender
Financial Times |

III. Begrüßung

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen, Geschäftsführendes Vorstandsmitglied, Deutsches Aktieninstitut e.V.

Sehr geehrte Damen und Herren,

im Namen des Deutschen Aktieninstituts und der Financial Times Deutschland möchte ich Sie herzlich bei unserem Seminar Corporate Governance – Nutzen und Umsetzung – begrüßen. Die große Resonanz, die diese Veranstaltung gefunden hat, ist ein Beleg für die ungebrochene Popularität des Themas. Wirft man einen Blick in die Wirtschaftspresse der letzten Monate, so findet sich darin eine Fülle von einschlägigen Artikeln. Die zu diesem Thema veröffentlichte wissenschaftliche Literatur füllt in unserem Archiv mittlerweile mehr als einen Regalmeter.

Einer der Ausgangspunkte für die derzeitige Diskussion war mit Sicherheit der im Januar 2000 von einer unabhängigen Expertengruppe – der Grundsatzkommission Corporate Governance unter Beteiligung des Deutschen Aktieninstituts – der Öffentlichkeit vorgestellte Code of Best Practice für deutsche börsennotierte Gesellschaften, der im Juli 2000 noch in einigen Punkten ergänzt wurde. Eines der mit diesem Code of Best Practice verfolgten Ziele bestand darin, ausländischen Investoren einen kompakten Überblick über das deutsche System der Corporate Governance zu geben und damit einen immer wieder von ausländischen institutionellen Investoren zu hörenden Wunsch zu erfüllen. Der Code of Best Practice gibt diesem Personenkreis gleichzeitig einen guten ersten Überblick über den Rechtsrahmen für Corporate Governance. Die darin enthaltenen Regelungen entsprechen in vielen Fällen dem, was gesetzlich ohnehin vorgeschrieben ist.

In den letzten Jahren hat der Finanzplatz Deutschland einen großen Schritt nach vorn gemacht. Reformgesetze wie das „Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich“ haben entscheidend dazu beigetragen, den Finanzplatz Deutschland international wettbewerbsfähig zu machen. Diese Reformen sind allerdings im Ausland vielfach nur unzureichend wahrgenommen worden. Die Feinheiten des deutschen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts in Bezug auf Corporate Governance sind ausländischen Investoren ohnehin nur sehr mühsam zu vermitteln. Jeder, der dies einmal versucht hat, wird diese Aussage bestätigen können. Nicht zuletzt unter dem Gesichtspunkt des Marketings für den Finanzplatz Deutschland war ein solcher Code daher überfällig. Dies auch deshalb, weil in vielen anderen „erwachsenen“ Kapitalmarktländern ein derartiger Code of Best Practice existiert, der allgemein akzeptierte Grundsätze für Corporate Governance enthält und es den Investoren ermöglicht, ein Unternehmen in Sachen Corporate Governance systematisch zu überprüfen und zu beurteilen. Es verwundert daher nicht, dass gerade aus dem Ausland immer wieder die Forderung nach einem derartigen Code of Best Practice erhoben wurde. Grund hierfür ist sicherlich auch, dass es den Investoren angesichts der stark gestiegenen Anzahl

von Anlagewerten kaum mehr möglich ist, die wichtigen Fragen der Unternehmensanalyse individuell für jedes Unternehmen abzuhandeln.

Der Code of Best Practice ist aber nicht nur zur Information ausländischer Investoren gedacht, sondern gleichzeitig sollte den deutschen börsennotierten Unternehmen ein Regelwerk an die Hand gegeben werden, in dem erstmals die Anforderungen an „gute“ Corporate Governance definiert werden. Dementsprechend wurde der Code of Best Practice vom Deutschen Aktieninstitut an alle börsennotierten Unternehmen verschickt und gleichzeitig von den Aktionärsvereinigungen zum Thema ihrer Redebeiträge auf Hauptversammlungen des Jahres 2000 gemacht.

Ergänzt wird der Code of Best Practice durch eine von der DFVA entwickelte so genannte „Corporate Governance Scorecard“. Diese gibt Analysten, Investoren und Unternehmen eine komprimierte Möglichkeit, die wesentlichen Faktoren guter Corporate Governance durch ein individuelles Scoring-System in einer Scorecard für jedes einzelne Unternehmen zu ermitteln.

Die Reaktionen, die wir von vielen Unternehmen auf den Code of Best Practice erhalten haben, waren durchweg positiv. Unbefriedigend ist jedoch, dass viele Unternehmen sich bisher mit einem klaren öffentlichen Bekenntnis zu „guter“ Corporate Governance schwer tun. Nur einige wenige börsennotierte Gesellschaften haben sich bisher öffentlich zur Einhaltung von Corporate-Governance-Grundsätzen verpflichtet. Zum Teil mag dies daran liegen, dass sich im Juni 2000 eine zweite Expertengruppe, der Berliner Initiativkreis „German Code of Corporate Governance“ zu Wort gemeldet und ebenfalls Grundsätze für Corporate Governance aufgestellt hat. Dies hat offensichtlich in vielen Gesellschaften für Verwirrung gesorgt und zu Unklarheiten darüber geführt, welches Regelwerk denn nun befolgt werden soll. Bei genauer Betrachtung der unterschiedlichen Regelwerke zeigt sich aber, dass diese keineswegs miteinander konkurrieren, sondern das Phänomen Corporate Governance auf unterschiedliche Weise angehen. Der Code of Best Practice verfolgt einen klar an den Bedürfnissen des internationalen Kapitalmarkts orientierten Ansatz, der Fokus liegt dementsprechend mehr auf der Tätigkeit des Aufsichtsrats und betont den Aspekt der Überwachung. Demgegenüber sind die Grundsätze des Berliner Initiativkreises, die den Schwerpunkt auf die Tätigkeit des Vorstands legen, eher als managementbezogene Vorstellungen für Verbesserungen bei deutschen Unternehmen zu sehen. Aufgrund dieser unterschiedlichen Ansätze besteht insoweit auch kein Konkurrenzverhältnis. Auch wenn ich als Mitglied der Grundsatzkommission in diesem Punkt natürlich nicht unbefangen bin, so denke ich doch – und darin sind wir vor allem auch durch die sehr positiven Reaktionen der ausländischen Investoren auf den Code of Best Practice bestärkt worden –, dass wir mit dem Code ein auch international wettbewerbsfähiges Regelwerk geschaffen haben.

Gute Corporate Governance, verstanden als die verantwortliche, auf langfristige Wertschöpfung ausgerichtete Unternehmensleitung und Unternehmenskontrolle, wird für deutsche börsennotierte Unternehmen

immer wichtiger. Nicht zuletzt die Einführung des Euro hat zu einer Verschärfung des Wettbewerbs um die Akzeptanz der Kapitalgeber geführt. Institutionelle Investoren gehen dazu über, die Unternehmen auch im Hinblick auf die von ihnen praktizierte Corporate Governance zu beurteilen. Gute Corporate Governance führt zu höheren Kursen und damit niedrigeren Eigenkapitalkosten. Investoren akzeptieren für Unternehmen mit guter Corporate Governance höhere Aktienkurse. Nach einer Studie von McKinsey ist eine große Zahl von Investoren bereit, für deutsche Unternehmen mit guter Corporate Governance durchschnittlich 20,2% mehr zu bezahlen. Drei Viertel der befragten Investoren sehen Corporate Governance als mindestens so wichtig an wie finanzielle Kennzahlen.

Die Bedeutung der Corporate Governance wird auch dadurch dokumentiert, dass sich nicht nur private Initiativen, sondern auch die Bundesregierung der Thematik angenommen haben. Im Juni 2000 wurde unter der Leitung von Prof. Baums die Expertenkommission „Corporate Governance: Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts“ gebildet. Aufgabe dieser Kommission ist es, vor dem Hintergrund der rasanten Veränderung des wirtschaftlichen, technologischen und rechtlichen Umfelds Vorschläge zur Modernisierung des deutschen Systems der Corporate Governance für Wirtschaft und Politik zu erarbeiten. Prof. Baums wird uns hierzu sicherlich Näheres berichten können.

Bevor ich ihm nun das Wort erteile, möchte ich mich bei Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit bedanken und wünsche Ihnen eine interessante Veranstaltung.

IV. Die Regierungskommission Corporate Governance: Ziele und Wirkungen für Deutschland

**Prof. Dr. Theodor Baums,
Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main**

1. Unternehmensleitung, Unternehmenskontrolle und Recht

„Corporate Governance“ umfasst Unternehmensleitung und deren Kontrolle. Nun ist gleich vor der Illusion zu warnen, als sei dies, die gute Unternehmensleitung, insgesamt rechtlich erfassbar, in einem „Code of Best Practice“ oder gar durch Gesetz umfassend normierbar. Rechtliche Regeln haben im Bereich genuin unternehmerischer Entscheidungen nichts zu suchen. Das gilt für gesetzliche Vorschriften ebenso wie für die Regeln eines „Code of Best Practice“. Der weite und vielleicht deshalb leicht misszudeutende Begriff der „Corporate Governance“ mag zwar beides abdecken, das Feld genuin unternehmerischer Entscheidungen und das rechtlich nicht geregelte Zusammenwirken der Unternehmensorgane einerseits und das Feld, in dem Unternehmensabläufe, Entscheidungen und Verfahren rechtlich zu steuern sind, andererseits. Dieser weite Begriff „Corporate Governance“ darf aber nicht zu Grenzüberschreitungen und zu Invasionen seitens des Rechts führen. Vor allem im Bereich des „Business Judgement“ ist vielmehr das Primat der unternehmerischen Entscheidung zu beachten. Auch ein Verhaltenskodex sollte nicht als umfassende Handlungsanweisung dafür, wie der Ertragswert eines Unternehmens gesteigert werden kann, konzipiert werden. Damit würde die beschränkte Aufgabe von Recht gerade in diesem Bereich gründlich missverstanden. „Legal Self-Restraint“ ist hier das Thema, und das gilt auch für einen Verhaltenskodex.

2. Verhaltenskodex als Regulierungsmechanismus

Rechtliche Regeln, die sich mit Unternehmensleitung und Unternehmenskontrolle befassen, werden herkömmlich entweder durch den Gesetzgeber gebildet und festgesetzt (Gesetzesrecht), oder diese Regeln werden von den Gerichten im Einzelfall entwickelt (Richterrecht).

Lassen Sie uns einmal das Gesetzesrecht als Regulierungsmechanismus betrachten. Zwingendes Gesetzesrecht hat die Natur eines Prokrustesbetts: Wer zu lang ist für das Bett, dem werden die Füße abgeschlagen, wer zu kurz ist, wird gestreckt, bis er passt. Nehmen Sie nur ein Beispiel. Nach § 110 Abs. 3 AktG soll der Aufsichtsrat einmal im Kalendervierteljahr zusammentreten. Das mag vielleicht im Einzelfall ausreichen, kann aber auch viel zu wenig sein. Zwingendes Gesetzesrecht lässt häufig nicht genügend Spielraum für notwendige Differenzierung. Der Gesetzgeber hat auf dieses Problem bereits reagiert und differenziert heute in manchen Vorschriften zwischen börsennotierten und anderen Gesellschaften. Aber auch dieses Raster ist häufig noch viel zu grob.

In England ist mit dem „Combined Code“ ein anderes Modell aus der Taufe gehoben worden, das die Notwendigkeit von Regulierung in bestimmten Bereichen mit der Notwendigkeit von Flexibilität in eleganter Weise verbindet. Der „Combined Code“ enthält Eckpunkte guter „Corporate Governance“, die von einem Fachleute-Gremium der Wirtschaft entwickelt worden sind. Diese Eckpunkte sind von den in London zum Börsenhandel zugelassenen Gesellschaften im Prinzip zu beachten. Die Gesellschaften können hiervon aber abweichen, indem sie selbst auf ihre unternehmensindividuellen Verhältnisse zugeschnittene Regeln zu den entsprechenden Eckpunkten entwickeln. Vorausgesetzt wird nur, dass sie dies dann dem Kapitalmarkt darstellen. „Comply or Explain“ lautet das Gebot. Halte dich an die Regeln des Code, wie wenn sie inhaltlich zwingendes Recht wären, oder entwickle in den Punkten, in denen die Regeln des Code nicht passen, unternehmensindividuelle eigene Regeln und unterwirf sie dem Urteil des Kapitalmarkts.

Eine Übernahme dieses Modells für Deutschland hätte eine Reihe von Vorteilen für sich. Sie würde ermöglichen, zwingendes Recht an einigen Stellen zu entrümpeln und den Unternehmen die notwendige Flexibilität zu geben. Sie würde Unternehmen den Anreiz geben, hinsichtlich der Eckpunkte eines solchen Code unternehmensindividuelle Regeln und Antworten zu entwickeln und dies dem Kapitalmarkt darzustellen. Neuen Regulierungsforderungen könnte damit begegnet werden, dass nicht ausschließlich mit dem Instrument des zwingenden Rechts gearbeitet, sondern ein abgestuftes Instrumentarium zur Verfügung gestellt wird. Der Wettbewerb der Kapitalnachfrager erfordert heute mehr denn je, dass den Investoren ordnungsgemäßes und ertragreiches Wirtschaften versprochen wird. Bei dieser Zusage handelt es sich nicht um individuelle Versprechen, nicht um einen Vertrag, sondern, den Besonderheiten der Kommunikation mit anonymen Anlegern gemäß, um regulatorische Vorkehrungen oder auch Selbstbindungen, deren Vorhandensein und Beachtung auch nach Außen glaubhaft kommuniziert werden muss.

Die Kommission hat unlängst Gelegenheit gehabt, mit dem britischen Wirtschaftsministerium über dieses Modell zu sprechen. Dort ist keineswegs daran gedacht, dieses Modell aufzugeben, wie noch jüngst in der deutschen Presse zu lesen war. Auch in Kontinentaleuropa hat dieses Modell weithin Schule gemacht. Ein unter Beteiligung der Märkte entstandener Verhaltenskodex, von dessen Regeln unternehmensindividuell abgewichen werden kann, wenn die Abweichung dargestellt wird, vermag den Anforderungen der Märkte häufig besser gerecht zu werden als das Prokrustesbett zwingenden Rechts. Freilich kann künftig nicht das gesamte zwingende Recht aufgehoben und in einen „Code of Best Practice“ überführt werden. Es wird immer gesetzliche Regeln geben, von denen eine unternehmensindividuelle Abweichung nicht in Betracht kommt. Denken Sie nur an die meisten Gläubigerschutzbestimmungen oder an politische Grundentscheidungen, wie zum Beispiel die Mitbestimmung. Hier wird sich kurzfristig nichts bewegen, aber dort, wo eine Deregulierung machbar und sinnvoll erscheint, sollten wir sie anfassen.

Nun könnte man sagen: „Das ist alles wunderbar, lasst viele Blumen blühen, lasst jedes Unternehmen seinen eigenen Kodex entwickeln“. Das ist richtig und die eine Seite. Die Kehrseite ist aber: „Stellt dies dem Kapitalmarkt dar, wenn ihr einen solchen unternehmensindividuellen Kodex habt!“ Der Modellkodex soll den Anstoß geben, entweder den Kodex zu übernehmen oder aber individuelle Regeln zu entwickeln. Die Engländer sprechen von „Comply or Explain“. Ich möchte die Reihenfolge eigentlich herumdrehen und sagen: „Entwickle einen unternehmensindividuellen Kodex, beschäftige dich mit dem Thema, stelle deine Regeln dem Kapitalgeber dar, von dem du das Geld haben willst, oder halte dich, wenn die Eckpunkte des Modellkatalogs auf deine Verhältnisse passen, als kapitalmarktoffene, börsennotierte Gesellschaft an diesen Modellkatalog. Viele Blumen also: ja, aber sie müssen auch gezogen und gewässert werden, damit sie blühen können.

3. Aufgaben der Regierungskommission

Damit komme ich zu den Aufgaben der Regierungskommission „Corporate Governance“. Ihre Aufgabe ist nicht, um es auch an dieser Stelle nochmals deutlich zu sagen, ein „Code of Best Practice“ zu entwickeln. Wir haben hier schon Vorarbeiten, den Code der Frankfurter Grundsatzkommission, der vielleicht nach Abschluss der Arbeit der Regierungskommission Grundlage einer überarbeiteten Version wird - natürlich unter Beachtung der Überlegungen des Berliner Initiativkreises. Aufgabe der Regierungskommission ist einzig und allein, den staatlichen Regulierungsrahmen des Aktien- und des Handelsrechts darauf zu überprüfen, wie weit dieser Rahmen und die herkömmlichen Instrumente den Anforderungen der Märkte, der Globalisierung, der Technisierung, der Internationalisierung der Anlegerschaft und der Beteiligung weiterer Bevölkerungskreise am Aktienmarkt gerecht werden. Das Thema „Corporate Governance“ ist dabei nur ein, wenn auch wichtiger Teilaspekt.

Die Regierungskommission mit dem etwas umständlichen Titel „Corporate Governance: Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts“ ist Ende Mai letzten Jahres vom Bundeskanzler einberufen worden. Der Kommission gehören 22 Mitglieder an, nämlich Dr. Achleitner, Finanzvorstand, Allianz; Hans-Martin Bury, Staatsminister im Kanzleramt; Dr. Eick, Finanzvorstand, Telekom; Dr. Geiger, Staatssekretär im Bundesministerium der Justiz; Dr. Hartmann, Vorstandsvorsitzender, E.ON; Prof. Henzler, Chairman Europe, McKinsey; Herr Hocker, DSW Düsseldorf; Caio Koch-Weser, Staatssekretär im BMF; Herr Kopper, Aufsichtsratsvorsitzender, Deutsche Bank; Prof. Markus Lutter, Bonn; Prof. Nonnenmacher, Vorstandsmitglied der KPMG; Herr Putzhammer, Vorstandsmitglied des DGB; Herr Schindelhauer, Finanzvorstand, Aixtron; Herr Schmid, Vorstandsvorsitzender, Mobilcom; Hubertus Schmoldt, Vorstandsvorsitzender, IG Bergbau Chemie; Prof. Seiffert, Börse; Herr Stiegler, Mitglied des Bundestages; Herr Strenger von der DWS; Herr Dr. Tacke, Staatssekretär im Bundesministerium für Wirtschaft; Frau Wolf, inzwischen aus der Kommission ausgeschieden und parlamentarische Staatssekretärin im Bundesministerium für Wirtschaft; Herr Zwickel,

Vorstandsvorsitzender der IG Metall und ich als Vorsitzender der Kommission.

Der Abschlussbericht der Kommission soll Ende Juni diesen Jahres vorgelegt werden. Er wird sich in voraussichtlich sechs Kapiteln mit folgenden Themen befassen:

1. Vorstand und Aufsichtsrat
2. Aktionärsrechte und Anlegerschutz
3. Unternehmensfinanzierung
4. Gesetzliche Verfassung und Selbstorganisation im Aktienrecht
5. Informationstechnologie und Aktienrecht
6. Publizität und Abschlussprüfung

3.1 Vorstand und Aufsichtsrat

In diesem Bereich wird es sicher keine grundstürzenden Änderungen geben. Das deutsche, dualistische Modell Vorstand/Aufsichtsrat steht nicht zur Debatte. Schon deshalb nicht, weil heute auch in Systemen mit Boardmodell eine stärkere Differenzierung zwischen Outside und Managing Directors auszumachen ist. Das Boardmodell bewegt sich insoweit im Sinne einer Konvergenz auf das deutsche dualistische Modell zu. Umgekehrt beobachten wir in der Praxis auch eine gewisse Konvergenzbewegung im deutschen Modell auf das angelsächsische hin. Auch die Diskussion der Mitbestimmung gehört nicht zu den Aufgaben der Kommission. Ich persönlich bin darüber erleichtert, weil wir sonst sicher nicht am 30.06. unseren Bericht vorlegen könnten.

Aus meiner persönlichen Sicht darf ich hier auch sagen, dass ich gleichwohl dringenden Anpassungsbedarf sehe. Es darf uns nicht passieren, dass die internationalen Konzernholdings künftig frei von Mitbestimmung in Straßburg, in den Niederlanden oder in London sitzen, während wir hier in Deutschland nur noch die Werkbänke haben. Internationale Investoren und ausländische Arbeitnehmer werden nicht auf Dauer akzeptieren, dass die Aufsichtsräte deutscher Konzernholdings ausschließlich mit deutschen Arbeitnehmervertretern und Gewerkschaftsvertretern besetzt sind.

Gegenstand der Beratungen der Regierungskommission im Bereich „Vorstand und Aufsichtsrat“ ist, ich habe es schon angedeutet, vor allem das Thema „Verhaltenskodex“, also die Implementierung eines Verhaltenskodex, nicht die inhaltliche Beratung. Das wird einer weiteren Kommission überlassen bleiben.

Auch über eine effektivere Aufsichtsratsarbeit wird gesprochen, ohne dass ich hier ins Detail gehen kann; die Beratungen sind noch nicht abgeschlossen.

3.2 Aktionärsrechte und Anlegerschutz

In diesem Bereich geht es vor allem um zwei Fragen. Zum einem wird sich die Kommission mit den Empfehlungen des letzten deutschen Juristentages befassen, den Missbrauch von Aktionärsrechten, etwa im Bereich der Anfechtungsklagen, zurückzuschneiden. Zum anderen wird sich die Kommission über die Frage unterhalten müssen, ob die jüngeren Vorgänge an der Börse, insbesondere am Neuen Markt, auch gesetzliche Reaktionen im Sinne eines verbesserten Anlegerschutzes, etwa bei den Individualklagen, erfordern. Die Beratungen hierzu haben noch nicht stattgefunden.

3.3 Unternehmensfinanzierung

Zahlreiche Anregungen, die bei der Kommission eingegangen sind, betreffen den Bereich „Corporate Finance“ und neue Finanzierungsinstrumente, wie „Tracking Stocks“, „Redeemable Shares“, „Rückerwerb eigener Aktien“ u.a.m. Die Kommission ist diesen Anregungen sehr eingehend nachgegangen, und ich denke, in diesem Bereich wird es viele und interessante neue Gestaltungsmöglichkeiten geben.

3.4 Gesetzliche Verfassung und Selbstorganisation im Aktienrecht

Die Überlegungen hierzu greifen in gewisser Weise das Thema wieder auf, wie weit die Aufgabe des Rechts im Aktienwesen reicht. Wo kann dereguliert werden, und in welchen Bereichen ist eine Regulierung unumgänglich? Sollten wir uns stärker auf generelle Gesetzesnormen oder eher auf einzelfallbezogenes Richterrecht verlassen? Wann sind untergesetzliche Standards wie ein Verhaltenskodex angebracht? Wie kann man Unternehmen dazu anreizen, ihrerseits marktkonforme, unternehmensindividuelle Regelungen zu entwickeln?

3.5 Informationstechnologie und Aktienrecht

Die neuen Möglichkeiten, die die Informationstechnologie bietet, sind längst noch nicht ausgeschöpft. In unserem Bereich betreffen sie vor allem drei Gebiete:

- a) die Kommunikation zwischen Gesellschaft und Aktionär;
- b) die Abwicklung von Hauptversammlungen;
- c) die Unternehmenspublizität.

Die Regierungskommission wird auch zu diesen Punkten eine Reihe von Empfehlungen aussprechen.

3.6 Publizität und Abschlussprüfung

Auch in diesem Bereich hat die Regierungskommission bereits eine Reihe von Empfehlungen entwickelt. Herr Professor Nonnenmacher wird vielleicht in seinem Vortrag andeuten, in welche Richtung wir hier nachgedacht haben.

Ich danke für Ihre Aufmerksamkeit.

V. Corporate Governance börsennotierter Banken

**Dr. Rolf-E. Breuer, Sprecher des Vorstands,
Deutsche Bank AG**

Meine sehr verehrten Damen und Herren,

hier in Frankfurt ist es guter Brauch, sich Worte Goethes zu bedienen, wenn man mit Reden anfängt oder aufhört. Ich tue das auch mit dem Zitat: „Auch in der Wissenschaft kann man eigentlich nichts wissen, es will immer getan sein“. Wenn ich Goethe richtig interpretiere, ist das der Aufruf zur Praxisnähe. Und so begrüße ich ein Seminar, das sich dem früher stark akademisch bestimmten Thema Corporate Governance nunmehr unter der Überschrift „Praktische Anwendung“ widmet. Das ist der richtige Ansatz, denn die Beschäftigung mit diesem Thema ist in Deutschland schon seit langem überfällig angesichts eines Umfelds, das immer höhere Anforderungen an die Corporate Governance von Unternehmen stellt. Dies gilt in zweifacher Hinsicht: Zum einen unter dem Gesichtspunkt der Vielzahl der Interessenten an Corporate Governance-Themen eines Unternehmens, die von außen Einfluss zu gewinnen versuchen. Zum anderen aber auch unter der schlichten Überschrift der Internationalisierung der Mehrheit der deutschen Unternehmen, die für diese Diskussion in Betracht kommen.

Vor diesem Hintergrund ist mir die gegenwärtige Diskussion in Deutschland zu eng. Sie beschränkt sich zu sehr auf die zwar begrüßenswerte Reform des Aktienrechts, berücksichtigt aber nicht die Dinge, die über den nationalen Blickwinkel hinausgehen. Ein internationales Unternehmen sieht sich zunehmend Anforderungen gegenüber, die eher mit globaler „Governance“ zu tun haben. Beispiele sind die Bemühungen der Vereinten Nationen bezüglich eines Global Compact und für ein Sustainability-Leitbild von international tätigen Unternehmen. Beides sind Themen, mit denen sich Unternehmensführungen zunehmend auseinandersetzen müssen. Sie führen dazu, dass die Diskussionen, in die das Unternehmen eingebunden wird, einen weit über „Micro Corporate Governance“ hinausgehenden Kontext gewinnen. Und wenn wir die Diskussion nicht auch im Hinblick auf diese neue Dimension der „Global Governance“ von Unternehmen führen, dann kommt es eben zu Foren, die für diese Diskussion eigentlich nicht gedacht waren und denen sich die Unternehmen dann doch ausgesetzt sehen. Ich möchte Seattle in Erinnerung rufen, die letzte Weltbanktagung in Prag und das World Economic Forum in Davos.

Der zweite Aspekt ist die Internationalisierung. Hier sehen wir, dass die Organe und die Gremien deutscher, in der Form der Aktiengesellschaft verfasster Unternehmen der Anforderung nach Internationalität viel zu wenig Rechnung tragen. Betrachten Sie einmal die Besetzung von Aufsichtsräten. Auffallend ist, dass auf der Arbeitnehmerbank nur Deutsche sitzen, die ihr Mandat, und das ist eigentlich noch mehr zu kritisieren, nur als ein deutsches auffassen. Dieser Befund ist in einer Welt festzu-

stellen, in der bei vielen deutschen Unternehmen die Mehrheit der Mitarbeiter gar nicht in Deutschland arbeitet, der Großteil der Umsätze überhaupt nicht in Deutschland erzielt wird und die Mehrheit der Erträge nicht in Deutschland generiert wird. Die Deutsche Bank mag als ein gutes Beispiel dafür dienen. Mehr als die Hälfte unserer Mitarbeiter haben weder einen deutschen Pass, noch sprechen sie deutsch, noch arbeiten sie in Deutschland. Aber unsere Arbeitnehmerbank ist ausschließlich von deutschen Vertretern besetzt, die ihr Mandat nur deutsch auffassen. Das kann nicht richtig sein!

Dies gilt aber auch – präter propter – für die Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat. Auch da wird bei der Besetzung deutscher Aufsichtsräte der Tatsache viel zu wenig Rechnung getragen, dass diese Unternehmen international tätig sind, ihre Strategien sich vornehmlich außerhalb Deutschlands niederschlagen und ihre Probleme zunehmend globaler Natur sind. Dies sind Themen von Corporate Governance, die bisher in der Diskussion keine ausreichende Würdigung gefunden haben. Und diese Themen sind wichtig. Denn wenn deutsche Corporate Governance nicht auch internationale oder globale „Governance“ zum Inhalt hat, dann befindet sich Deutschland für internationale Unternehmen im Standortwettbewerb auf den hinteren Plätzen. Genau dies ist leider heute der Fall. Und das hat eben unter anderem auch in der unzureichend international ausgerichteten Corporate Governance seine Gründe. Hieran zu arbeiten und dies zu ändern, liegt nicht nur im egoistischen Interesse des Einzelnen oder des einzelnen Unternehmens, sondern sollte unser aller Anliegen sein.

Nun hat Brüssel, wie es scheint, in den letzten Wochen einen großen Schritt in die richtige Richtung getan. Nach 30-jährigem Bemühen hat endlich das Statut der „Societas Europea“ das Licht der Welt erblickt. Die Väter freuen sich und stehen klatschend um die Wiege. Aber für überschwänglichen Beifall gibt es keinen Grund, zumindest nicht aus deutscher Sicht. Denn die Regeln der „Societas Europea“ für ein europäisches Gesellschaftsstatut sehen Folgendes vor: Hat ein Partnerunternehmen seinen Sitz in Deutschland und unterliegt es der Mitbestimmung, so hat dieses die Möglichkeit, dafür zu sorgen, dass auch das neue, nach europäischem Recht verfasste gemeinschaftliche Unternehmen deutschen Mitbestimmungsregeln unterliegt. Dies gilt natürlich nur, wenn die Verhandlungen zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern scheitern und die Auffangregelung greift. Das mag im Interesse einer Vielzahl von Betroffenen und deren Protagonisten alles richtig und gewollt sein. Tatsächlich aber hat Deutschland sich damit aus dem Wettbewerb, ein interessanter Standort einer „Societas Europea“ zu werden, herausgeboxt. Vielleicht haben wir sogar im Gegenteil eine Bewegung in Gang gesetzt, die lautet: Werden künftig nicht auch deutsche Unternehmen, wenn sie denn Partnerschaften jenseits der Grenzen eingehen, gezwungen sein, den Sitz der Gesellschaft in ein anderes Land zu verlegen, um dort das Statut der „Societas Europea“ in Anspruch nehmen zu können?

Ich will mich im Folgenden mehr an die Mikro-Betrachtung der Corporate Governance halten. Lassen Sie mich zunächst eine Bestandsaufnahme

machen, danach die Frage nach Änderungsnotwendigkeiten beantworten und letztlich noch einige bankspezifische Überlegungen anstellen.

Zunächst also zum Status Quo. Die Anforderungen an Corporate Governance sind anspruchsvoller geworden. Unternehmensführung und Unternehmenskontrolle sind Subjekte von Globalisierung und Institutionalisierung geworden. Dies sind die beiden Gründe, warum Corporate Governance nicht mehr das ist, was es früher war, warum die Diskussion ein ganz anderes Momentum gewonnen hat und warum die Diskussion über Corporate Governance heute etwas „en vogue“ gekommen ist.

- Die Globalisierung, insbesondere die der Aktionärsstrukturen, führt dazu, dass die Corporate Governance eines Unternehmens notwendigerweise anders aussehen muss als vor zwanzig Jahren. Bei der Deutschen Bank zum Beispiel sind mehr als die Hälfte ausländische Aktionäre. Und vor allem diese ausländischen Aktionäre machen keinen Hehl aus ihren Ansichten, welche Art von Corporate Governance die Deutsche Bank vorhalten und leben sollte. Und dies geht nicht nur uns so, sondern vielen Unternehmen mit globalem Aktienariat.
- Durch die Institutionalisierung der Aktionärsstrukturen haben wir es mit professionellen Aktionären zu tun, die im Auftrag Dritter Aktien verwalten, zu einem großen Teil Sozialkapital vertreten und sozusagen als Treuhänder diese Aufgabe sehr ernst nehmen. Ihre Bedeutung hat sich im Zuge steigender Anlagevolumina und immer effizienterer Kapitalmärkte enorm vergrößert und damit auch ihr potenzieller Einfluss auf die Corporate Governance der Unternehmen. Hier sind die amerikanischen Institutionen, also die Pension Funds und Versicherungsgesellschaften, ein Vorbild. CalPERS ist sicherlich das prominenteste Beispiel weltweit.

Von beiden Entwicklungen geht Druck auf die Unternehmensführungen aus, ihre Corporate Governance zu reformieren. Das Ergebnis ist eine zunehmende Konvergenz von ehemals kontinentaleuropäischen Corporate Governance-Vorstellungen hin in Richtung auf eine mehr angelsächsisch geprägte Mischform. Ich sage das in keiner Weise wertend, sondern eher mit einer gewissen Zufriedenheit. Denn ein uralter akademischer Streit, ob das one-tier-System oder das two-tier-System überlegen ist, hat durch die Praxis seine Erledigung gefunden. Darüber zu streiten, lohnt sich nicht mehr. In der Praxis haben sich beide Systeme so angenähert, dass es die puristischen Formen beider Modelle nicht mehr gibt. Vielmehr haben sich deutsche Corporate Governance und angelsächsische Corporate Governance deutlich angeglichen. Natürlich sieht nach wie vor unser Aktienrecht ein two-tier-System vor. Tatsächlich funktioniert es aber über die Aufgaben und Tätigkeiten der Ausschüsse und dem Zusammenwirken zwischen Vorstandsvorsitzendem und Aufsichtsratspräsidium ähnlich einem angelsächsischen Board mit executive und non-executive-Mitgliedern. Diese Personen diskutieren unter sich die Strategie des Unternehmens und die wichtigen Personalien des Unternehmens, sondieren sie vor und tragen sie dann in die notwendigerweise gesetzlich

vorgesehenen Gremien zur Entscheidung hinein, um dort die Entscheidung „absegnen“ zu lassen („rubber stamping“). Viel mehr tut sich in vielen Aufsichtsräten nicht.

Von daher lässt sich also eine Konvergenz in Richtung angelsächsischer Standards nicht nur auf der Grundlage der Bequemlichkeit und der Praktikabilität konstatieren, sondern zunehmend auch der Ziele von Corporate Governance. Lassen Sie mich nur vier wichtige Punkte nennen.

- Da ist einmal die nachhaltige Wertsteigerung, nicht im engen Sinne von Shareholder Value, sondern im weiteren Sinne der Wertgenerierung für alle Stakeholder. Das Ziel der Führung des Unternehmens liegt in der Steigerung des Unternehmenswertes im Interesse der Kunden, der Mitarbeiter, der Aktionäre und der Gesellschaft.
- Ein zweiter, daraus folgender Aspekt ist die Kompensation der Unternehmensführung entsprechend der Erreichung dieses Zieles. Es geht hier um die Ausrichtung der überwiegenden Teile eines Gehaltspaketes auf die Beurteilung, ob die Unternehmensführung Wertsteigerungen im oben definierten Sinne erreicht hat oder nicht.
- Drittens gehört dazu, eine Rechnungslegung nach internationalen Standards einzuführen. Sie muss dazu dienen, mehr Transparenz zur Beantwortung der Kernfrage zu schaffen, ob der Unternehmensführung eine Wertsteigerung gelungen ist. Das mag IAS oder US-GAAP sein, jedenfalls ist es nicht mehr das deutsche HGB.
- Der vierte Aspekt ist Investor Relations. Wenn wir in der Deutschen Bank vor 15 oder 20 Jahren den Besuch von Analysten erhielten, die die Unternehmensführung sprechen wollten, haben wir sie in der Regel an die Presseabteilung und unser Archiv verwiesen. Dort konnten sie sich über alles informieren, was die Unternehmensführung in jüngster Zeit zum Unternehmen verlautbart hat. Dies hat sich später erfreulicherweise deutlich gebessert. Wir haben die Analysten dann mit der volkswirtschaftlichen Abteilung zusammengebracht, mit ihren „Kollegen“, die – wie sie – Research betrieben.

In den letzten Jahren ist dies zunehmend zur Aufgabe des Vorstands geworden. Ich habe einen zunehmenden Teil meines Kalenders mit „one-on-one“-Gesprächen besetzt, der Begegnung mit Investoren, deren Repräsentanten sowie Analysten, die zum Teil selbst ernannte Repräsentanten von Investoren sind, zum Teil aber auch starke Marktfaktoren darstellen. Der Teil meines Kalenders, der solchen Tätigkeiten – Investor Relations – im weitesten Sinne gewidmet ist, wird immer größer. Man mag das beklagen, man mag das kritisieren, aber es führt kein Weg daran vorbei.

Es ist heute Aufgabe der CEOs, sich intensiv mit Investoren, mit den eigenen Aktionären und mit den Analysten auseinander zu setzen. Das ist nicht ohne gewisse Gefahren. Natürlich werden die Kleinaktionäre sagen:

Sie empfangen die Großen und erzählen denen wahrscheinlich mehr als uns. Und wo bleiben wir?

Die SEC hat sich dieses Themas angenommen und Regeln aufgestellt, die ein Informationsgefälle zwischen privilegierten Aktionären und weniger privilegierten Aktionären verhindern sollen. Gleicher Informationsstand ist aber eigentlich gar nicht das Thema.

Meine Erfahrung aus „one-on-ones“ ist eine andere. Es ist nicht der Wunsch, mehr Informationen vom Management zu erhalten. Vielmehr wird das strategische Gespräch gesucht. Und das Strategiegelgespräch hat für einen CEO gleichermaßen großen Nutzen, wenn er einen Gesprächspartner hat, der einen weiten Branchenüberblick aus ähnlichen „one-on-ones“ mitbringt, der also nicht nur in der Deutschen Bank-Aktie investiert ist, sondern auch in Aktien vergleichbarer Finanzdienstleister und auf der Basis seiner Kenntnisse sehr konkrete und detaillierte Fragen stellt, Anregungen gibt, mit mir diskutiert. Für mich ist ein Gespräch mit solchen Investoren und Analysten nicht nur aufschlussreich, sondern auch extrem wichtig im permanenten Hinterfragen meiner eigenen Position. Und wenn mir ein Analyst oder ein Investor im Laufe des Gesprächs deutlich macht, dass er – im Lichte seiner Erkenntnisse – die eine oder andere unserer strategischen Positionen nicht unbedingt teilt, dann ist das für mich Anlass, nochmals nachzudenken.

Worauf ich hinaus will, ist also: Ich bin kein Anhänger der gängigen Kritik, dass Analysten eigentlich überflüssig sind und „one-on-ones“ des Teufels. Ich bin der Auffassung, dass sich der Dialog mit dem Aktionär verlagert hat. Unser Aktienrecht ist von der Sicht ausgegangen, dass es zu wenig Informationen für den Aktionär gibt und der Gesetzgeber aufgerufen ist, hier für Abhilfe zu sorgen. Heute ist das Gegenteil der Fall. Der Aktionär, der sich interessiert, bekommt zu viele Informationen, wenn er alles konsumieren möchte, was da täglich an Informationen geboten wird.

Es kommt aber heute mehr darauf an, Information zu selektieren, als noch mehr Information anzufordern. Das Forum aber, wo aufgrund dieser Informationen mit der Unternehmensführung diskutiert wird, ist heute nicht mehr das im Aktiengesetz vorgesehene. Das ist denaturiert. Ich komme darauf gleich noch mal zu sprechen. Die Hauptversammlung ist es jedenfalls nicht. Und es ist auch nicht der Aufsichtsrat, der früher der Aktionärsausschuss war. So hat der Gesetzgeber ihn im 19. Jahrhundert einmal konzipiert, damit diese strategische Diskussion zwischen Management und Aktionärsvertretern im Aufsichtsrat – im Aktionärsausschuss – stattfindet. Auch das ist nicht mehr der Fall, wegen einer Verformung des Organs Aufsichtsrat unter der gegenwärtigen Ägide des Aktienrechtes und seines Missbrauchs. Die Realität sieht vielmehr so aus, dass das notwendige strategische Gespräch jetzt informell zwischen Investoren, Analysten und dem CEO stattfindet. Das mag man begrüßen, das mag man kritisieren, es ist jedenfalls Faktum und es zeigt, dass mit unserer Corporate Governance inzwischen einiges nicht mehr stimmt.

Der CEO ist gut beraten, sich im Unternehmensinteresse dieser Entwicklung nicht zu entziehen. Eine Studie von McKinsey aus dem vergangenen Jahr hat ergeben, dass Marktteilnehmer bereit sind, höhere Preise für solche Unternehmen zu zahlen, die sich durch eine gute Corporate Governance auszeichnen, im Vergleich zu solchen, die einen Ruf für schlechte Corporate Governance haben. Das schlägt sich in Prämien nieder, die für Deutschland bis zu 20 Prozent betragen können.

Sie mögen sich jetzt die Frage stellen, was macht eine gute Corporate Governance aus, und so komme ich jetzt zur Zukunftsbetrachtung. Es hat eine Vielzahl von Bemühungen gegeben, sich den neuen Herausforderungen zu stellen. Das beginnt mit der OECD und ihren Richtlinien, die sicherlich gut gedacht sind und auch praktiziert werden. Andererseits kenne ich kaum ein Unternehmen, das sich nicht entsprechend den OECD-Richtlinien für Corporate Governance verhält. D.h. sie schreiben etwas fest, was gängig ist. Damit ist nicht gemeint, dass diese Richtlinien überflüssig wären. Aber sie treffen nicht den eigentlichen Kern. Für die Banken gibt es noch spezifischere Regeln von den internationalen Aufsichtern aus Basel. Hier wird ein wenig über die OECD-Vorgaben hinaus gegangen, ganz spezifisch mit Blick auf die Aufsichtspflichten. Dabei werden die Wirtschaftsprüfer besonders in die Pflicht genommen. Aber auch dies ist bereits gängige Praxis. Mir ist kein Kreditinstitut bekannt, das sich nicht an die Basler-Empfehlungen zur „Corporate Governance für Kreditinstitute“ hält. Auch diese sind richtig und begrüßenswert, aber es fehlt etwas an Biss und Mut.

Wenn wir uns einmal die drei Organe der Aktiengesellschaft vor Augen halten, dann erkennen wir sehr schnell die Schwächen, die eigentlich in Angriff genommen werden müssten. Ich fange mit dem Vorstand an und behaupte: Das Kollektivprinzip, das sich im deutschen Aktienrecht findet, ist schon lange nicht mehr praxisgerecht. Das mag man nicht gern hören. Man würde schnell vermuten, hier würde „contra legem“ gehandelt. Das ist nicht der Fall. Das deutsche Aktienrecht hat – in einer durchaus nachvollziehbaren Abkehr vom Führerprinzip – seinerzeit in der Aktienrechtsreform Zuflucht zum Kollektivprinzip genommen. Das bedingt letztlich Gesamthaftung und Einstimmigkeit von Vorstandsentscheidungen, die aber nur schwer und oft auch ineffizient praktikabel sind. Ich kenne keine deutsche Aktiengesellschaft – und entgegen weit verbreiteten Mutmaßungen auch nicht die Deutsche Bank –, in deren Vorstand Einstimmigkeitsprinzip herrscht. Das ist mangels Praktikabilität nicht der Fall. Ich betone nochmals, dass ich nicht über die Gesamthaftung des Organs spreche, sondern über notwendige Entscheidungsprozesse. Dies ist wiederum ein Beleg dafür, dass sich die Unternehmensführung deutscher Unternehmen in Richtung einer angelsächsisch geprägten Corporate Governance hinbewegt: Die Vorstände deutscher Aktiengesellschaften funktionieren in der Praxis nach dem CEO-Prinzip.

Das wichtigere Organ in der Corporate Governance-Diskussion ist der Aufsichtsrat. Wenn es nach dem Wunsch der CEOs ginge, sollte der Aufsichtsrat eine andere Rolle haben – nicht die, die er traditionell in Deutschland hat. Er sollte mehr Berater sein, mehr ex ante wirken als ex

post. Er sollte also dem Vorstand weniger Kontrolle und mehr Aufsicht oder – noch besser – mehr Weitsicht im Sinne von Beratung angedeihen lassen, nicht zuletzt in der Konzeption und Implementierung der strategischen Planung. Dazu müsste der Aufsichtsrat im Vergleich zu heute professioneller sein, effizienter arbeiten und schneller Entscheidungen treffen können. Daher erklärt sich meine Forderung nach kleineren Gremien. Diese ist nicht neu. Sie ist schon lange gefordert worden. Ihre Durchsetzbarkeit scheitert aber an den Gewerkschaften. Eine Konsequenz dieses Defizits ist die Flucht in die Ausschüsse. Man verlegt mehr und mehr an Entscheidungskompetenz in die Ausschüsse, um im kleineren Kreis zu effizienterem, professionellerem und schnellerem Arbeiten zu kommen. Diese Ausschüsse tagen natürlich auch häufiger, was eigentlich das gesamte Aufsichtsratsgremium tun sollte, wenn es denn umsetzbar wäre. Die Mitglieder müssten ferner unabhängig sein, ähnlich dem non-executive-Director im angelsächsischen Sinne. Sie müssten weniger Mandate haben, um sich jedem Mandat mit größerer Intensität widmen zu können. Statistiken belegen, dass ein non-executive-Director in Amerika im Schnitt 20 Arbeitstage auf sein Mandat verwendet. Und wie viele Mandate hat ein Independent oder Outside Director in den USA normalerweise? Zwischen zwei und drei! Mehr nicht. Mehr kann man auch kaum verkraften, möchte man sich 20 Arbeitstage seinem jeweiligen Mandat widmen. Bedenkt man vor diesem Hintergrund, dass viele Aufsichtsräte selbst Führungsverantwortung in ihrem eigenen Unternehmen haben, so stellt sich die Frage, wie diese Unternehmensführung wahrgenommen werden kann, wenn z.B. bei bis zu zehn Aufsichtsratsmandaten der meiste Teil der Jahresarbeitstage mit Aufsichtsrats Tätigkeiten verbracht wird.

Eine Professionalisierung bedingt aber auch, dass die Outside oder Independent Directors besser entlohnt werden müssen. Ich gehe sogar so weit, zu sagen, ein Teil des Kompensationspaketes sollte ergebnisorientiert sein und sich wie beim Management danach richten, ob es ge- oder misslungen ist, nachhaltig Wert generiert zu haben.

Wir kommen in diesem Kontext natürlich nicht an der Mitbestimmung vorbei. Lassen Sie mich an dieser Stelle ganz deutlich sagen: Ich bin kein Gegner der Mitbestimmung. Im Gegenteil. Die Mitbestimmung hat in vielfacher Ausprägung in diesem Lande ausgesprochen gute Ergebnisse hervorgebracht, insbesondere in Zeiten der Not.

Ich habe in Aufsichtsräten mitgewirkt, in denen sich gerade die Arbeitnehmervertreter durch konstruktives, professionelles, schnelles Unterstützen von z.T. oft härtesten Rettungsmaßnahmen ausgezeichnet haben, wenn es um die Existenz des Unternehmens ging. Hier ist Beispielhaftes in Deutschland immer wieder festzustellen. Das Modell der Mitbestimmung ist zu unterstützen und stellt eine wichtige Errungenschaft dar. Es geht aber nicht um das Ob, sondern um das Wie. Und die Form der Mitbestimmung im Aufsichtsrat ist nicht mehr zeitgemäß. Denn wie eingangs geschildert, ist der gegenwärtige Aufsichtsrat, insbesondere seine Arbeitnehmerbank, nicht international. Er ist zu national. Er empfindet es auch nicht als sein Mandat, sich um die Interessen jener Arbeitnehmer

zu kümmern, die außerhalb der deutschen Grenzen arbeiten. Das interessiert anscheinend nicht. Hier ist offensichtlich die Entwicklung über die vielleicht gut gemeinten Intentionen des Gesetzgebers schon lange hinausgegangen.

Dass dieses Modell des mitbestimmten Aufsichtsrats kein gutes ist, merken wir ganz deutlich daran, dass es kein Exportschlager geworden ist. Niemand außerhalb der deutschen Grenzen hat je gesagt: „Ach, hätten wir doch das gute deutsche Mitbestimmungsmodell im Aufsichtsrat.“ Es ist ein absoluter Standortnachteil, und das gilt es anzugehen.

Eine letzte Bemerkung zum Aufsichtsrat betrifft die gebotene Vertraulichkeit. Wenn man ein Mandat hat oder dieses so auffasst, dass man im Aufsichtsrat eine bestimmte Interessengruppe vertritt, nämlich die Arbeitnehmer, dann ist es natürlich sehr schwer, aus der Aufsichtsratssitzung hinauszugehen und seiner Wählerschaft, von der man delegiert wurde, nichts über das Beratene zu erzählen. Ich kann das gut nachvollziehen, dass die Anforderungen an die Vertraulichkeit der Beratungen in Aufsichtsratssitzungen eine Überbürdung dessen ist, was Arbeitnehmervertreter gerechter Weise mit sich selbst austragen können. Die Wirkungen dieses Interessenkonfliktes können wir leider häufig auch sogar schon in der Boulevardpresse nachlesen.

Ich komme nun zum dritten Organ, der Hauptversammlung. Auch die deutsche Hauptversammlung ist kein Exportschlager. Geradezu das Gegenteil ist der Fall. Wenn Sie Ausländern einmal das „Vergnügen“ machen, sie in deutsche Hauptversammlungen zu führen, um zehn Stunden zu ertragen, was da so alles erzählt wird, dann hat man für einen erlebnisreichen Tag gesorgt, vornehm formuliert.

Es beginnt schon damit, dass auf der Bühne Experten sitzen, die während der zehn Stunden und mehr nie zu Wort kommen, auch nicht zu Wort kommen sollen, sondern einfach nur anwesend sind. Man fragt sich warum? Es ist die gesammelte, die geballte Kompetenz des Aufsichtsrates, die bis auf die Person des Vorsitzenden nicht gefragt ist, sondern gebeten ist, bitte nichts zu sagen. Provokativ formuliert ist die Beratungskompetenz des Unternehmens zum Schweigen „verdonnert“. Dieses Schicksal teilt der Aufsichtsrat mit der Mehrheit der Vorstandsmitglieder. Es ist nämlich der Vorstandsvorsitzende, der möglicherweise zusammen mit seinem Chief Financial Officer die Veranstaltung bestreitet. Alle übrigen Vorstandsmitglieder kommen vielleicht einmal zu Wort, wenn ihr eigenes Ressort gefragt ist, und nutzen das dann auch weidlich aus, um die Wichtigkeit des eigenen Ressorts zu dokumentieren. Aber darüber hinaus sitzen sie schlicht da und machen eine gute Figur. Das ist eine Verschwendung von Erfahrung, Kompetenz und Ressourcen, die während eines solchen Tages an anderer Stelle sehr viel fruchtbarer zur Verfügung stehen könnten.

Es geht aber letztlich auch um einen Missbrauch – ein Missverständnis, würde ich sagen – des Fragerechts im Sinne eines Rederechts. Ich habe neulich einmal gesagt: „Wir leben in einer Diktatur der Minderheiten in

der Hauptversammlung“. Das hat mir entsetzliche Briefe von Aktionärsvereinigungen beschert. Natürlich versichere ich, dass sie damit nicht gemeint waren. Ich meine alle diejenigen, die eine Versammlung ausnutzen, die zum Zuhören gezwungen ist. Ich meine jene, die das Fragerecht mit Rederecht verwechseln und sonst nie ein Auditorium von mehreren Tausend Zuhörern haben. Sie zwingen die Aktionäre, sie anzuhören und zu ertragen, was nun diese Dame oder dieser Herr ganz spezifisch Neues auch zu unternehmensfremden Themen, beispielsweise zur Frage der Regenwälder, zu berichten hat.

Die Diskussionsbeiträge auf den Hauptversammlungen sind zum Teil in eine Richtung und Qualität degeneriert, die eher einer Zumutung gleichkommt denn der Wahrnehmung existenzieller Aktionärsrechte, so dass es automatisch leider auch zu rückläufigen Präsenzen kommt. Ausufernde Wortbeiträge und sinkendes Niveau auf den Hauptversammlungen ist nichts, dessen man sich im internationalen Standortwettbewerb und -vergleich brüsten könnte. Es liegt unter anderem an einer wenig energischen Führung der Hauptversammlung. Das wiederum erhält seine Erklärung aus dem Anfechtungsrecht. Wer als Versammlungsleiter weiß, dass über Tagesordnungspunkte abgestimmt wird, die entscheidend für das Unternehmen sind und schnellstens im Handelsregister eingetragen werden müssen, um Wirkung zu zeitigen, der wird jeglichen Grund für eine Anfechtungsklage zu vermeiden versuchen. Darin liegt die wesentliche Ursache für die mangelnde Energie von Versammlungsleitern. Sie riskieren es nicht, Anfechtungsklagen wegen Verletzung von Auskunfts- und Berichtspflichten hervorzurufen. Vielmehr sagen sie sich: „Das müssen wir einmal im Jahr durchstehen, dann haben wir es wieder hinter uns.“ Hier wünsche ich mir mehr Mut und Vertrauen in die Kompetenz der dann mit einer eventuellen Klage befassten Richter.

Das Anfechtungsrecht, bewehrt mit der Nichtigkeitsfolge des entsprechenden Beschlusses, ist aber auch gar nicht für alle Beschlüsse nötig. Manchen könnte auch nur ein Nachbesserungsrecht beigegeben werden. D.h. am Anfechtungsrecht müsste der Gesetzgeber arbeiten, um dem Versammlungsleiter die Not zu nehmen, alles zu ertragen, was da geredet wird, nur um zu vermeiden, dass die Beschlüsse nicht in der Geschwindigkeit rechtswirksam werden, in der das im Interesse des Unternehmens geschehen muss.

Ich komme nun zu einem weiteren Aspekt im Zusammenhang mit Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften. Die Hauptversammlung der Deutschen Bank kostet einen zweistelligen Millionenbetrag, im letzten Jahr über 20 Millionen DM. Dies ist für sich genommen schon ein stolzer Betrag. Wie teuer eine solche Veranstaltung aber wirklich ist, zeigt sich erst, wenn man sich vergegenwärtigt, wie viel Prozent des gesamten Aktienkapitals tatsächlich persönlich anwesend sind.

Wir sehen: Die Hauptversammlung in der jetzigen Form ist nicht mehr das Organ, das die Aktiengesellschaft braucht. Man benötigt keine jährliche Hauptversammlung, es ist durchaus an längere Zeiträume zu denken. Man braucht die Hauptversammlung nicht, um sich nun zehn Stunden

über Politik und andere nicht unternehmensrelevante Themen zu unterhalten. Man braucht die Hauptversammlung für wesentliche Beschlüsse. Aber die müssten auch nicht einmal dem Mündlichkeitsprinzip in der Hauptversammlung unterliegen, nur weil es einmal im Aktienrecht festgeschrieben wurde. In der heutigen Zeit, in der Kommunikationsmittel so weit entwickelt sind, sollte dies nicht mehr ein Prinzip mit Ausschließlichkeitscharakter sein. Man könnte gewisse Diskussionsbeiträge und Abstimmungspunkte vorher sammeln, konzentrieren und über andere Wege und Instrumente zur Geltung kommen lassen. Dies würde sicherlich den Ablauf der Hauptversammlung effizienter werden lassen.

Meine Damen und Herren: Alle drei Organe der Aktiengesellschaft sind also dringend reformbedürftig. Insofern haben sämtliche Bemühungen, die allseits im Lande aktiv sind, meine Unterstützung.

Gibt es Spezifika für Banken, die zu berücksichtigen sind? Weniger als man annehmen könnte! Natürlich, die Funktion der Banken in Hauptversammlungen ist wegen der Stimmrechtsvertretung eine besondere. Ich will jetzt nicht dieses Seminar auch noch in ein Seminar über das Auftragsstimmrecht ausweiten. Das haben wir einige Dekaden ohne Erfolg betrieben, und ich glaube auch nicht, dass wir heute viel Erfolg hätten, führten wir diese Diskussion weiter. Das gegenwärtige System – nochmals zur Erinnerung – ist eines, das die Banken nicht wollen. Ich habe mich mit meinen Kollegen im Vorstand der Deutschen Bank des Öfteren darüber unterhalten, ob wir es in unserem Hause vollkommen einstellen und unsere Depotkunden in einem Brief bitten sollen, sich in dieser Angelegenheit an andere Dienstleister zu wenden. Es würde sich in unserer Ertragsrechnung vorteilhaft niederschlagen. Wir verdienen am Auftragsstimmrecht kein Geld, und es würde den Grad des Ärgers, den wir zu ertragen haben, deutlich mindern. D.h. das Auftragsstimmrecht ist nach wie vor etwas, das wir noch hinzunehmen haben, weil niemandem bisher etwas Besseres eingefallen ist. Ich wäre dankbar für jeden Diskussionsbeitrag, der uns von dieser schwierigen und nicht länger hinzunehmenden Situation erlöst.

Allerdings hat dies einen unmittelbaren Bezug zum Thema Präsenz. Solange es noch das Vertretungsrecht gibt, sind die Banken zur Mithilfe aufgerufen, dass die Präsenz deutscher Aktiengesellschaften in ihren Hauptversammlungen nicht noch weiter sinkt. Sie ist dramatisch gesunken, nicht zuletzt auch nach der Umwandlung von Inhaberaktien in Namensaktien. Die letzte Hauptversammlung von Siemens hatte eine Präsenz von 25 Prozent. Die Deutsche Bank hatte im letzten Jahr knapp noch eine Drei davor. Wir würden uns glücklich schätzen, wenn uns dies in diesem Jahr nochmals gelänge. Ich fürchte aber, dass wir auch eher in Richtung obere 20 abrutschen. Die Präsenz lässt also zunehmend sehr zu wünschen übrig. Dies zeigt einmal mehr, dass die Hauptversammlung offensichtlich nicht das Interesse von institutionellen Aktionären genießt. Sie halten es für überflüssig, ihre Stimmen dort vertreten zu lassen, oder scheuen den damit verbundenen Verwaltungsaufwand.

Banken sind, wenn es um Corporate Governance geht, noch in einer weiteren Hinsicht in einer besonderen Situation. So gibt es natürlich Interessenkonflikte, wenn eine Bank Aktionär ist und/oder Aktionärsstimmen vertritt, darüber hinaus ein Mandat im Aufsichtsrat hat, drittens Kredite an dasselbe Unternehmen vergibt und viertens gegebenenfalls noch der beratende Investmentbanker des Unternehmens ist. Dies ist nichts spezifisch Deutsches, das gibt es in vielen anderen Ländern auch. Man muss nur mit den gegebenen Regeln umgehen, für Transparenz sorgen und die so genannten „chinese walls“ beachten. Solange glaubhaft erklärt werden kann, wer sich wie, wann und warum verhalten hat, ist das meines Erachtens kein großes Problem. Dies sind aber – wie ich es sehe – auch schon die bankspezifischen Themen der Corporate Governance. Im Übrigen ist Corporate Governance für Banken genauso kritisch zu sehen und zu behandeln wie für andere Unternehmen auch.

Lassen Sie mich zum Schluss kommen und fragen, ob uns nun aus diesem scheinbaren Dilemma ein oder mehrere „Codes of Best Practice“ heraushelfen. Ich habe mich mit englischen Freunden besprochen, die die ersten waren, die sich um Corporate Governance in der Cadbury Commission und der Hampel Commission gekümmert haben. Auf die Frage nach ihren Erfahrungen mit dem „Code of Best Practice“, der auf der Grundlage der Empfehlungen der Cadbury Commission geschaffen wurde, haben sie erstaunlicherweise gesagt: „Nicht mehr gut, wir fühlen uns durch diesen ‚Code of Best Practice‘ inzwischen zu sehr eingengt. Als CEOs von großen englischen börsennotierten Unternehmen sehen auch wir Reformbedarf.“ Der Grund liegt darin, dass Corporate Governance, wenn es nicht nur eine allgemeine Wohlverhaltensregel sein soll, unternehmensspezifisch sein muss. Sie muss zugeschnitten sein auf die besonderen Corporate-Governance-Bedürfnisse der Aktionäre, der Interessenten eines bestimmten Unternehmens. D.h. meine englischen Freunde würden es befürworten, dass sich Unternehmen im Wege der Selbstregulierung eigene Corporate-Governance-Guidelines geben, basierend auf allgemeinen Wohlverhaltensvorschriften, die den Rahmen vorgeben, wie z.B. die OECD-Empfehlungen oder die „Basel-Empfehlungen“. Aber letztlich hat nur der „Code of Best Practice“ Biss, den sich das Unternehmen selbst gibt. Ich glaube, dies ist ein Rat, den es zu beherzigen gilt. Das eine schließt das andere nicht aus, aber die selbstgesetzte Guideline ist etwas, das die Organe dieses Unternehmens diskutieren und überwachen müssen und das dem jeweilig sich ändernden Umfeld des spezifischen Unternehmens angepasst werden kann – unabhängig vom Fortbestehen eines allgemeinen „Code of Best Practices“.

Im Übrigen bin ich von der Macht und der Möglichkeit zur interessengerechten Überwachung durch die Kapitalmärkte überzeugt. Ich denke, wenn wir dies erreichen – und, Herr von Rosen hat es eben schon verraten, die Deutsche Bank arbeitet an einer solchen Selbstregulierung –, dann kämen wir ein gutes Stück weiter.

Ich danke für Ihre Aufmerksamkeit.

VI. Diskussion

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

Vielen Dank, Herr Professor Baums. Mir hat gut gefallen, was Sie von den Blumen gesagt haben, die blühen müssen und die gewässert werden müssen, das Ganze muss ja leben, es muss mit Leben ausgefüllt sein. Ich würde Ihnen gerne, meine Damen und Herren, Gelegenheit geben, Fragen an Professor Baums zu stellen, bevor alles nun festgezurr, betoniert und geschrieben ist und damit ehernes Gesetz und Regelwerk wird. Denn heute kann das alles noch fließen, und die Anregungen, die von Ihrer Seite gegeben werden, könnten auf fruchtbaren Boden fallen, wenn das dann alles richtig gewässert wird. Und insofern würde ich mich freuen, wenn aus dem Kreise der zahlreichen Zuhörer, nicht zuletzt auch derjenigen für die schreibende Zunft, mit der wir die Veranstaltung zusammen durchführen, Fragen an Herrn Baums gerichtet werden.

The floor is open!

Dr. Martin Peltzer, Partner, CMS Hasche Sigle Eschenlohr Peltzer Schäfer Rechtsanwälte Notare Steuerberater

Ich frage mich, ob es richtig ist, dass Sie in der Arbeit der Kommission die Mitbestimmung vollkommen ausklammern wollen. Herr von Rosen hat schon gesagt, dass es eine der Aufgaben dieses Papiers ist, dem ausländischen institutionellen Investor deutlich zu machen, wie das mit der Struktur der deutschen Publikumsgesellschaft aussieht und da ist nun einmal die Mitbestimmung eines der ganz tragenden Elemente und zwar vor allen Dingen aus der Sicht der Regierungskommission, die im Gegensatz zum Berliner Initiativkreis den Aufsichtsrat in den Mittelpunkt der „Corporate Governance“ setzt. Der Aufsichtsrat ist nun einmal das Organ der Aktiengesellschaft, wo die Mitbestimmung angesiedelt ist. Also ich frage mich, ob es einfach möglich ist, dieses grundlegende und wichtigste Strukturelement - wichtig in dem Sinne, dass es eine deutsche Eigentümlichkeit ist, die sich in keinem anderem Land findet - ob man das völlig ausklammern kann oder ob man nicht wenigstens versuchen muss, das dem ausländischen Investor sehr deutlich zu machen.

Prof. Dr. Theodor Baums

Ja, Herr Peltzer, herzlichen Dank! Ihre Frage gibt mir die Gelegenheit zu einer Klarstellung. Ein Verhaltenskodex hat natürlich auch die Funktion der Vermittlung und Darstellung des deutschen Modells für ausländische institutionelle Investoren. Dazu gehört natürlich auch die Darstellung des mitbestimmten Aufsichtsrats und seiner Arbeitsweise, wie auch immer das dann gestaltet wird.

Aber, um es nochmals zu wiederholen, es ist nicht die Aufgabe der Regierungskommission, einen solchen Kodex zu entwickeln und dabei das deutsche Mitbestimmungsmodell darzustellen. Die Regierungskommissi-

on hat den gesetzlichen Regelungsrahmen zu überprüfen. Dass sie sich insoweit nicht mit der Mitbestimmung beschäftigt, hängt einfach mit ihrem eng begrenzten Auftrag zusammen. Die Mitbestimmung der Arbeitnehmer im deutschen Modell gehört zu den politischen Grundentscheidungen, an denen nach dem Willen der Bundesregierung derzeit nichts geändert werden soll.

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

Herr Baums, ich würde sagen, generell, von jeder Bundesregierung sollten wir nicht zu viel erwarten. Wir sollten unsere Bemühungen nicht nur auf die eine, jetzige beschränken.

Prof. Dr. Peter Hommelhoff, Rupert-Karls-Universität Heidelberg

Herr Baums, auch wenn ich Sie langweile, würde ich ganz gerne das Thema Mitbestimmung doch noch einmal ansprechen. Selbstverständlich kann von dieser Kommission nicht erwartet werden, dass sie die Mitbestimmung durch ein neues Modell ersetzt. Aber Herr Peltzer hat betont - und ich glaube, Sie haben es selbst schon angesprochen - wir stehen vor der Notwendigkeit, auch die überkommene Mitbestimmung ein klein wenig zu modernisieren und zu flexibilisieren.

Wenn wir uns einfach einmal anschauen, was ist denn mit der Mitbestimmung gelaufen bei den großen internationalen Umstrukturierungen der letzten Jahre, an denen deutsche Unternehmen beteiligt waren., dann sind diese Dinge eigentlich sehr ordentlich gelaufen mit Blick auf die Mitbestimmung, weil sich die Beteiligten nämlich auf eine vereinbarte Mitbestimmung verständigt haben. Das wissen wir zwar nicht alle, sondern das wissen nur die Insider. Aber in jedem der Fälle, auch im Fall Aventis, hat es durchaus Mitbestimmungsabsprachen gegeben. Vor diesem Hintergrund ist die Frage zu stellen, ob nicht mit zwei kleinen Einzelpunkten die Chance besteht, da sich drei Vorstandsvorsitzende großer deutscher Gewerkschaften in Ihrem Kreis befinden, dass doch das Thema Mitbestimmung ein ganz klein wenig bewegt werden könnte. Ich denke an zwei Punkte:

1. die Möglichkeit, die im Mitbestimmungsgesetz vorgesehenen Optionen einer vergrößerten Mitbestimmung zu öffnen zu einer auch verkleinerten Mitbestimmung, um etwa einer Holding die Möglichkeit zu geben, mit einem kleinen mitbestimmten Aufsichtsrat zu arbeiten;
2. die Rechtsunsicherheit zu beseitigen, die hinsichtlich der Mitbestimmungsvereinbarungen besteht, also eine Vereinbarungsoption in das Gesetz hineinzunehmen. Das ist nicht weltbewegend, gibt aber ein gewisses Signal, das wir auch in diesem Punkte uns den internationalen Anforderungen öffnen wollen.

Wenn Sie mir noch – Herr Vorsitzender – eine kleine Bemerkung zu einem anderen Sujet gestatten: Herr Baums, wenn ich Sie zu Ziffer 3.5

richtig verstanden habe, dann diskutiert die Kommission das Problem der gesetzlichen Verfassung in der Antithese zur Selbstorganisation der Unternehmen im Aktienrecht. Aber wenn man den „Combined Code of Best Practice“ nimmt, dann haben wir hier eine hochinteressante Zwischenform, nämlich: Der Gesetzgeber zieht sich aus seiner Regelungsverantwortung ein Stück weit zurück. Das diskutieren sie, aber nicht zu Gunsten der Unternehmen, sondern zu Gunsten eines Regulators der mittleren Ebene. Das sind in London, nach meiner Kenntnis, die „London Stock Exchange“ oder eine andere Institution, aber auf jeden Fall nicht die Unternehmen, und das wäre eine sehr wichtige Frage, dass wir den zur Zeit nur diskutierten zweistufigen Regulierungsaufbau – „Gesetzgeber oder Unternehmen“ – modernisieren, auch mit Blick auf einen wohl weltweit üblichen dreistufigen Aufbau „Unternehmen, Börse oder börsennahe Stellen und dann Gesetzgeber“. Das ist, glaube ich, die moderne Entwicklung.

Prof. Dr. Theodor Baums

Ja, Herr Hommelhoff, ich stimme Ihnen in allen Punkten zu. Ich fange einmal mit dem letzten Punkt an.

Ich glaube, das dreistufige Modell ist in dem, was uns vorschwebt, bereits angelegt; vielleicht ist das nicht richtig herübergekommen. Die Idee dieses Verhaltenskodex ist ja im Grunde nur, den Unternehmen den Anreiz zu geben, ihrerseits zu den Eckpunkten des Kodex, etwa zu Transparenz der Vergütung, Sitzungsfrequenz, Ausschussbildung usw., eigene Regeln zu bilden. Durch das Gebot des „Comply or explain“ wird dieser Mechanismus implementiert. Dann haben wir aber die drei von Ihnen angesprochenen Ebenen: unternehmenseigener Kodex – Verhaltenskodex als subsidiäres Modell – staatliche Regulierung.

Nun zum Thema Mitbestimmung. Natürlich hat Mitbestimmung zentral mit „Corporate Governance“ zu tun, da stimme ich Ihnen völlig zu, und ich stimme Ihnen auch völlig darin zu, dass es wichtig ist, dass wir, nach holländischem Vorbild, vor allem für die internationalen Konzernholdings deutscher Verfassung über die Mitbestimmung intensiv nachdenken müssen. Das kann in Richtung Absenkung der Mitbestimmung – das entnehme ich Ihrer Äußerung – gehen, sollte sich aber mindestens in die Richtung bewegen, dass die ausländischen Arbeitnehmer nicht vollkommen ausgeblendet bleiben. Zur Rechtsunsicherheit bei Mitbestimmungsvereinbarungen: Wie weit kollidieren sie oder sind sie neben dem Mitbestimmungsgesetz zulässig und anwendbar? Ich hätte kein Problem damit, das in den Kommissionsbericht aufzunehmen, nur bezweifle ich, dass hier bereits entwickelte und konsensfähige Vorschläge zum 30.06. präsentiert werden können. Ich darf nochmals auf den gegenständlich und zeitlich eng begrenzten Auftrag verweisen.

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

Jetzt muss ich Frau Keitel drannehmen. Ich will mir nicht vorwerfen lassen, ich würde die Stimmen der Damenwelt hier nicht berücksichtigen. Frau Keitel, bitte!

Reinhild Keitel, Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre

Ich spreche für die Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre. Ich will jetzt hier die Debatte um die Frage der Mitbestimmung nicht auch noch bereichern.

Ich möchte auf die prinzipielle Frage eingehen, wie die rechtliche Bewertung eines „Code of Corporate Governance“ sein wird. Insofern schließe ich mich dem an, was Herr Professor Hommelhoff gesagt hat, nämlich dass es so etwas wie eine Zwischeninstitution geben müsste, denn die dritte Ebene hat er gesehen, die ist vorgesehen. Aber ob es eine Zwischeninstitution geben würde, die dann eine Bewertung, Beurteilung vornehmen kann, wie der Kodex eingehalten wird? Nach unserer Erfahrung, und das sind sicher leidvolle Erfahrungen aus der Sicht der privaten Aktionäre, ist in Deutschland doch die Situation so, dass im Grunde verpflichtend für die Unternehmen nur das ist, und sie halten sich in der Regel nur an das, was auch gesetzlich vorgeschrieben ist. Wir würden alle möglichen zusätzlichen Pflichten und Selbstverpflichtungen begrüßen, aber wie gesagt, einklagbar sind diese Dinge dann wohl nicht. Insofern wird es möglicherweise mit solchen Kodizes gehen wie mit den anderen freiwilligen Kodizes, die wir hier schon gehabt haben, und die am Ende in Gesetze umgemünzt werden mussten. Dies ist eine grundsätzliche Skepsis zu dem Vorhaben.

Es würde mich schon interessieren, wie Sie das eigentlich sehen, dass gute „Corporate Governance“ aus angelsächsischen Ländern kommt oder die Vorstellung davon oder auch die Erfahrung damit. Aus angelsächsischen Ländern, die ihrerseits aber gerade von den rechtlichen Voraussetzungen, auf denen dort Unternehmen und auch Aktionäre, Investoren agieren, weitaus stringenter Vorgaben haben als bei uns. Sie wissen alle, in den USA z.B. gibt es die individuelle Aktionärsklage. Ein Instrument, was es in Deutschland nicht gibt. Interessant ist, dass man trotzdem, obwohl Aktionäre sich eigentlich dort recht gesichert fühlen könnten, mit „Corporate Governance“ als Instrument zusätzlich arbeitet. Insofern, Herr Professor Baums, will ich zurückkommen auf das, was Sie zur Erklärung gesagt haben über die Arbeit der Kommission. Das eine ist, was ist gesetzlich vielleicht zu entrümpeln oder auch neu zu regeln und was könnte daneben in einen solchen „Corporate-Governance-Kodex“ einfließen als Selbstregulierungsmöglichkeit. Ich glaube, es wird ganz entscheidend davon abhängen, auch unsere Haltung dann zu einem Vorschlag eines neuen Kodex „Corporate Governance“, was vorher sozusagen an rechtlichen Grundlagen gelegt ist, auf die wir dann gegebenenfalls auch Ansprüche stellen.

Prof. Dr. Theodor Baums

Es waren verschiedene Punkte, die Sie angesprochen haben. Zunächst zur Exekution oder Implementierung oder auch zur Frage der Verbindlichkeit und Überprüfung der Einhaltung. Sie haben recht, wir haben mit unseren freiwilligen Kodizes, die wir in Deutschland hatten - ich erinnere an die Insider-Handelsrichtlinien von 1976 und erinnere an den Übernahmekodex - nicht die besten Erfahrungen.

Wir haben uns das englische Modell genau angesehen und auch beim DTI erklären lassen. In England ist es so, dass die „UKLA“, die „United Kingdom Listing Authority“, die Beachtung des Kodex durchsetzt, früher hat das die Börse gemacht. Sie kann die Zulassung bei börsennotierten Gesellschaften davon abhängig machen, ob dieser „Combined Code“ beachtet wird. Das Modell haben wir auch für Deutschland geprüft, also ob die Börsenzulassung davon abhängig zu machen ist, dass der Kodex beachtet wird. Wir haben dies verworfen. Die Börse ist auch personell dafür nicht gerüstet. Sie müsste nicht nur beim Antrag prüfen, ob der Kodex beachtet wird, sondern das müsste ein permanenter „Überwachungs-Prozess“ sein, und man müsste gegebenenfalls, wenn man Defizite bei der Beachtung feststellen würde, die Börsenzulassung entziehen. Das haben wir uns nicht vorstellen können.

Überlegen könnte man aber Folgendes: Es könnte eine gesetzliche Vorschrift geben, die besagt, dass börsennotierte Gesellschaften in ihrem Lagebericht oder in einem speziellen Bericht erklären, dass sie sich an die Regeln eines im Bundesanzeiger veröffentlichten Kodex halten oder aber abweichende Regelungen darstellen. Damit ist natürlich noch nicht viel gesagt, sondern damit ist im Grunde nur die gesetzliche Pflicht festgelegt, dass man jährlich die Erklärung abgibt: „Wir halten uns an den Kodex“, oder man sagt: „In dem Punkt halten wir uns nicht an den Kodex“. Um Sanktionen handelt es sich dabei nicht. An gesetzliche Sanktionen haben wir in der Tat eigentlich weniger gedacht. Der Kapitalmarkt, die Investoren mögen insoweit kritische Fragen stellen und unwillige Gesellschaften mit einem Bewertungsabschlag bestrafen. Die Frage ist aber, ob nicht der Abschlussprüfer darauf schauen sollte: Ist die Erklärung abgegeben, werden abweichende Regelungen praktiziert? Das ist eine Frage, die man sich stellen kann. Soviel zur möglichen Implementierung und Durchsetzung eines Kodex.

Ganz kurz noch zum Thema „Individual Suit“, das Sie angesprochen haben. Das ist keine Frage, die irgend etwas mit dem Kodex zu tun hat. Sondern die „Individual Suit“, die es übrigens auch in Deutschland durchaus gibt, nur in unzulänglicher Weise, muss hinsichtlich ihrer Grundlage und ihrer Grenzen gesetzlich geregelt werden. Das ist keine Frage, die in den Kodex hinein gehört.

VII. The US Experiences and Expectations for Germany of an Institutional Investor

Dr. Andrew M. Clearfield, Senior Vice President and Chief Counsel, TIAA-CREF

TIAA-CREF, the pension fund for more than 2 million university professors, researchers and other personnel in higher education, as well as some personnel in private secondary education, is the largest pension fund in the United States with over \$300 billion in assets. Founded in 1918 by Andrew Carnegie, the fund has pioneered many innovations in retirement saving, most notably, the Defined Contribution Plan, first employed in 1952. TIAA-CREF has been investing outside the United States since 1978 (in Japan since 1974) and remains active in promoting the cause of a healthier investing climate throughout the world.

Corporate Governance initiatives in the United States were born of the index fund. Before that, the general feeling was that if you were dissatisfied with a given management's behavior towards its shareholders, the proper remedy was to sell your shares. There are many portfolio managers who still feel that this is the starting and the ending point of any discussion of the subject. But for the index fund – a relatively recent creation of the late 1970's charged with buying and holding a particular benchmark, and punished for any deviance in performance from that benchmark – there is no such option. The fund is locked into its holdings. The return experienced by the fund's beneficiaries is solely determined by the performance of the benchmark's component companies, and any company which is performing badly will hurt the fund's participants.

However, at about the same time this realization was dawning upon those funds which were at least partly indexed, other traditionally active funds began to realize that their universe of investment opportunities was more finite than they had hitherto believed. Especially among the larger funds a high proportion of their investments had to be apportioned among the relatively few larger capitalization stocks, and therefore, they had a vested interest in improving the status quo of corporate governance. In sum, the huge institutional investment industry in the United States realized that it was in direct conflict with companies run by managements insensitive to shareholder concerns. Investors became more attentive to legal and regulatory issues, and became more scrupulous about voting their shares.

Ironically, the United States was probably the country with the least need of such shareholder activism. Due to the desire to diversify risk among other equity shareholders, and the possibility to capitalize one's interest at a sizeable multiple to current book value, few major companies are family-controlled any more, and a steadily decreasing number are even managed by controlling or otherwise dominant shareholders. The prevalence of the hostile takeover mechanism in the United States

has meant that many managements disliked by minority shareholders are simply 'fired' by the tender of widely-held shares to an outside bidder.

On the European continent the situation has been very different. Many more major companies are still associated with a founding or dominant family. A tradition of reliance upon debt financing, encouraged by the limiting factor of smaller and weaker stock markets, enabled majority shareholders to retain control without having to pay half of every capital increase from their own pockets. More recently, such companies have resorted to the use of cascades of holding companies, issuance of preferred shares or other pieces of paper with reduced or no voting rights, caps upon minority voting, the creation of core alliances of friendly shareholders, and the like. The result has often been a "Capitalism without capital," to quote the title of a recent book on the subject. Of course, in such a situation there is the moral hazard that those choosing to spend on various projects are doing so only with other people's money. Naturally, such devices are not unknown in the United States either, but their use has been sharply curtailed by our own experience with pyramiding holding companies in the Great Market Crash of 1929-32, and subsequent regulation. In Europe, through the supposedly antithetical mechanisms of fascism (defined as the dominance of the State by large Private interests) and social democracy (in practice, the Corporatist State) we have arrived at a position where, in order to show that they are not slaves to soulless capital, governments are in alliance with, rather than opposition to, large corporations and the families which had traditionally run them.

This pattern has persisted even as professional managements have gradually taken over from the families. For one thing, professional managers, most having little or no personal shareholding in the company, have nevertheless expected to enjoy the same prerogatives, and the same deference, as the former family owners. For another, governments obsessed with their own social and economic planning, have usually preferred the stability and continuity of familiar names and faces to the perceived chaos of free-market forces. Thus, the European management has been relatively insulated from many forces for change, often not recognizing the need until it was too late.

The result has been that capital has much less influence in Europe than in the U.S. or the U.K. This is surely exactly as the architects of the Social Democratic state would have wanted it. I am not here to debate the relative merits of one approach or the other, but instead to point out that this leaves the European – including the German – citizen/saver in a relatively weaker position than he is in the United States or in Great Britain. The paradox is that as the base of shareholding individuals widens in Europe as a result of unprecedented prosperity, increased life expectancy and the concomitant need to guarantee a continuation of comfort and security in retirement, as well as a result of the financing needs of debt-burdened governments, seeking a solution through the privatization of previously nationalized enterprises – the result is that it is the supposedly capitalist managerial class, including some descendants of

Europe's wealthiest industrial families, which has the most to lose from free-market capitalism. Which brings us back to the frontier (which Marx did not believe could exist) between capital and power: corporate governance.

In America, corporate governance controversies usually revolve about the question of the proper division of the return earned on the capital of a corporation. Indeed, one of the easiest ways to get rid of a poor-performing management is to reward them for leaving. It is for this reason that TIAA-CREF has never been opposed in principle to so-called "golden parachutes," at least not unless they are so exorbitant as to constitute a "poison pill," warding off potential acquirers of the company. May it be in management's own interest to let the company be sold if they cannot do a decent job with it. Similarly, until and unless management stock options become so large that they constitute a massive dilution of the equity, or unless they are rigged so as to reward any – and not only good – performance of the company, we are in favor of their extensive application. The closer management's interests are aligned with our own as passive shareholders, the better. The problem posed by countries such as Germany is that management has so little stake in share price performance, that the question becomes one of the abolition of power and privilege, with nothing being offered in their place.

When we first began to invest outside the United States, German managements in particular gained a reputation for being autocratic and overbearing. In general, they seemed to need us even less than French or British ones, and seemed to be particularly fond of making their chief executives totally inaccessible. To this day, some of my colleagues quake visibly whenever a top German manager visits our offices. This is hardly the best starting point for a dialogue on corporate governance. The American investor expects, in addition to all his other leveling instincts, that there be some accepted trade-off between personal authority and wealth, and he is instead confronted by this pharaonic presence who dares him to even raise the question.

I will try to resist the urge to answer the next question implicit in my topic, "What does the U.S. investor expect of German Corporate Governance?" with the flippant answer, "Why, U.S.-style Corporate Governance, of course." Obviously, we are aware that there are national differences which make such a simplistic approach unrealistic, even irrational. But there is a certain underlying principle which we do expect, by one means or another, to be brought to the fore: that the interest of minority investors be at least equal to any other corporate interest.

When we first began investing outside the United States, over twenty-five years ago, we found many legal and regulatory obstacles in our path. It took a great deal of effort to insure that trades got settled, dividends got paid, rights were properly credited, that we could exercise those rights, that taxes were not over-withheld, and the rest, not because unscrupulous foreigners were trying to take advantage of naïve Americans, but because no one understood that their existing procedures

might impose hardship upon a U.S.-based investor. Once we were able to adequately describe the problems to the appropriate executive or official (and he wasn't always easy to find!) a way was usually found around whatever roadblock confronted us.

And so it often is with corporate governance. To state the problem to the correct authority is to imply a solution. But there is a difference. For while one may safely assume that no one, save a real thief, would have wanted to deliberately fail a trade, hold up a dividend, or refuse to allow us to receive a right to which other shareholders were entitled, there are those who in good faith oppose our quest for what we believe to be better corporate governance. (Although it must be admitted, there are plenty of others who do so in the worst of faith.) In sum, we are dealing with a situation here which is not so much that of a conflict of procedures as one which is truly a conflict of objectives, and often of laws as well.

The American institutional investor is looking for a good return on his investment. This is the interest of the thousands (in our case, millions) of small investors he represents. Indeed, by American law, as well as by custom, he can have no other mission in his (or her) professional life. Institutional investment is not about aesthetics, nor is it concerned with a sentimental historicism. To many on this side of the Atlantic, this approach seems needlessly hard-nosed and materialistic. But we must remember, in the first place, that the American fund manager is always reminded whose money he is playing with, and it is never his own. In the second place, we must remember that institutional investment is part of a larger economic and social system, and in that larger framework, many other interests are more than well represented. When even the most socially-minded of college professors entrusts his savings with a fund, he does not believe he is paying his taxes yet again, nor does he believe he is writing out a check to a charity. Of course, he does not want to participate in a criminal enterprise, but he does expect a reasonable return on his savings.

The German institutional fund manager, by contrast, has much else on his mind. There is, first of all, the traditional relationship between his employer, whether it is a bank or an insurance company, and the company in which he is investing, a friendly and profitable relationship which transcends niggling questions such as the return he is experiencing on his investment. There is the general cultural belief that historical continuity ought not be disturbed without very good reason, and that otherwise well-intentioned managements, especially when they represent a founding family which has always been associated with the business, ought not to lose their jobs or their company merely because its share price is languishing, and its minority investors are losing money. There is the need not to disrupt the fragile social fabric, even though 1932 is long past, and German democracy is no longer perched on a knife-edge. There are a whole host of social and ecological considerations which, notwithstanding that they are already protected in law and by government action, must regularly be affirmed by the altruistic actions of board members and ultimately of shareholders.

I am not here to argue the merits of one system of society versus another. That Germany has a stronger social consensus and that as a result the texture of daily life here is different from that in the United States is taken for granted. In the U.S. as well we have traveled far from the “public be damned” attitude of late 19th century robber barons. My point is that the German public corporation is assumed to have much more on its plate when its directors assemble around a table than its American counterpart. And American investors want to have some guarantee that all these other items on the agenda do not always take precedence over the investors’ goal of achieving a reasonable return on his investment.

Of course, German corporations need show no more concern for American or British investors than German social planners do for Thatcherite liberalism or village town councils need do for American land-use law. But since we live in a competitive world, one way or another German companies are going to have to compete for capital with companies from other countries. In a Europe and a world increasingly without economic frontiers, they cannot even count upon the savings of German citizens remaining at home. So, it is probably cheaper in the long run for German corporations to at least hear what it is that foreign investors want them to do.

This is where our notions of ‘Corporate Governance’ come in. Good corporate governance practice, as manifested for example, in our own TIAA-CREF published standards (available at our website, www.tiaa-cref.org) or in the statements of the International Corporate Governance Network, the ICGN, is not so much a statement of abstract principles as it is a list of suggested practices which have been found to protect minority investors against self-serving or incompetent managements, and to ensure that management’s interests are not too remote from those of shareholders.

So, for example, we favor a majority of outside directors, independent of a company’s management, because we have discovered that a Board composed of friends and employees of the Chief Executive will have difficulty telling him that it is time for him to change, or to go. In Germany, where half the Aufsichtsrat is, by law, composed of company employees, it is essential that the other half be completely independent of the company. Similarly, we have discovered that a Board which is too intent upon satisfying the needs of other constituencies will fail in its duty to protect shareholders, an interest which is rarely protected by anyone else.

It should be clear to all in this room that the corporation is not some sort of transcendental entity with resources of its own, but the cumulation of the savings of its shareholders. Many of these shareholders are, as individuals, more economically powerless than those who are constantly importuning the corporation to be more generous with “its” resources. That corporation which is so generous to extrinsic interests – labor, government, the Greens – that it neglects its own will ultimately do society no good, because it will languish for want of reasonably priced capital, be-

come a weak link in its own economy, and end up by losing whatever wealth it has created – including the jobs of those employed by it. (Similarly, a country which neglects its capital base will end up by driving it out.) And to protect that shareholder interest should be the uppermost concern of the company's board. After all, shareholders provide the necessary oxygen for economic growth, yet they cannot strike, they have no contract stipulating that the value of their investment must not go down, they are not the beneficiaries of governmental regulation which stipulates that their investment be free of material defects, nor cause harm, nor is anyone lobbying that the environment in which they invest be maintained in an attractive fashion, with plenty of hard currency and low interest rates around to beautify the economic landscape, and no emissions of unwanted volatility or uncertainty to foul the air.

If I belabor the point, it is because it is the perception of American investors that the pendulum has swung too far to the other side in Germany, and that the rights of capital – at least, of passively invested capital – are seen as of no account in the face of any other interest: social, environmental, political, or occupational. Responsibility for changing these attitudes must ultimately emanate from many sources: from the tax authorities who must stop penalizing useful employment of capital, from the major institutions, which must recognize that fund management is not a minor sideline to their 'real' business of lending and writing insurance, from the management of a company, which must be willing to argue its own case, and not immediately cave in before any sign that it is risking the social consensus by even proposing something sensible, but unprecedented. But as foreigners, we have no voice in the political system of Germany. As a competitor institution we certainly cannot control the attitudes of German financial institutions, and we have no intention, even if we were allowed by law (which we are not) to manage the corporations in which we invest. What we can do is to influence the Boards, and it is through these Boards that we have some hope of improving governance in Germany, and thereby making German enterprises more attractive for investors all over the world.

We begin with the Aufsichtsrat, because it is the Aufsichtsrat which is (at least in theory) elected by the shareholders. To the extent that there exists a symbiosis between the Aufsichtsrat and the Vorstand, it is incumbent upon the Vorstand that it encourage the Aufsichtsrat in this role as the guardian of Corporate Governance. This sounds circular, but the paradox can be resolved by the following realities.

If the compensation of the Vorstand is linked, either directly or indirectly, to the share price, as well as to any other measure of performance directly related to the creation of economic value, then its members will be concerned with investor perceptions. And if minority investors are represented on the Aufsichtsrat, and if for example, the employee representatives are also encouraged to be shareholders, there will at least be some representation of the minority shareholder's interest at this highest level of the corporation. If they and the other outside directors are fur-

ther legally charged with responsibility for seeing that a formal Code of Corporate Governance is followed, then progress is certain.

The best way to manage the competing claims of labor and shareholders is probably, in the manner of DaimlerChrysler, to create a separate "Shareholder Committee," independent of, but drawn from shareholding members of the Aufsichtsrat and the Vorstand, and without employee representatives. Such a committee's decision would not, under German law, be binding upon the company without subsequent approval of the Aufsichtsrat, but would presumably reflect considered opinion, have the support of at least half of the Board, and would normally be approved by the Aufsichtsrat.

Alternatively, I would propose that a committee of the Aufsichtsrat be created, specifically charged with review and supervision of Corporate Governance, by analogy with the separate Audit and Compensation committees which are a feature of so many boards today. The members of such a Corporate Governance Committee should be only those supervisory board members completely independent of the corporation, with neither present nor prior employment in its ranks, and with no overriding economic link to the company, save that of being shareholders. This is, however, not as good a solution to the problem of divided responsibility as the creation of an independent Shareholder Committee, composed of members of both statutory boards, as outlined above.

Aufsichtsrat members should be compensated solely on the basis of their attendance at Board and Committee functions, and not through any sort of performance-based compensation scheme which might sway their judgment regarding matters such as compensation. Vorstand members should, on the contrary, see their compensation come significantly, and probably principally from performance-related measures, one of which is the share price. The total compensation of individual members of the Vorstand should be disclosed in the annual report.

Similarly, when and if a formal code of Best Practice in Corporate Governance is agreed upon and promulgated, the Aufsichtsrat should be required to implement it. Management should have to enumerate each and every significant deviation from that Code in its Annual Report, and state why it has chosen to depart from Best Practice. Some sort of further sanctions may be contemplated in law or market regulation, but merely having to publicly admit that the company is not pursuing Best Practice may be sanction enough; a weak share price may do the rest.

A further reform which I would propose seems already vindicated by recent events: when SAP offered to exchange its Vorzüge for Stammaktien, the price of the ordinary shares rose by almost 25%. No one was, or is, expecting a bid for the company, but the mere knowledge that all shares would now be voting, and that it was no longer tightly controlled released a huge amount of value hidden in the company. I would suggest that all German companies which practice some form of voting discrimination against minority shareholders look to this bold action of simplifi-

cation and consider whether something similar would be likely with their own share price. It is simply amazing what being investor-friendly can do. For I believe the explanation as to why the largest and most successful economy in Europe does not have the largest market capitalization can be found right here, in individual companies' approach to Corporate Governance, as well as the approach of German Society as a whole. One need not turn Germany into an annex of the old Wild West, or some nightmare out of Hollywood, in order to have good Corporate Governance here. One simply has to do it. Thank you.

VIII. Portfolio Management According to Corporate Governance Principles

**Alastair Ross Goobey, Chief Executive,
Hermes Pensions Management Ltd.**

1. The first question to answer is why should corporate governance have any place in portfolio management at all. Is investment management not simply about buying low and selling high (not the opposite, although sometimes it might seem that way)? What has the way in which companies are governed have to do with the price of shares?
2. There are several answers to this question, some to do with capitalism itself, some with the developing structure in which capitalism operates, but, most importantly, the specific job that our clients have set us to do. The question of public companies in the context of society as a whole is one that is enshrined in German law, so it is unnecessary for me to elaborate on this too much with this audience. Co-determination has led to an understanding that capitalism has to earn its reputation with those who are the worker ants in our society and not the fat cats. There are plenty of academics who spend all their time debating this element, but that is not my job, and I leave it to others.
3. It is the way that capitalism has developed over the past fifty years that brings corporate governance into my areas of responsibility. Whereas many public companies started off with controlling families, or, in the case of Germany, 'insider' banks as the major shareholders, they have increasingly become held by professional international institutional investors, with the executive management of companies holding relatively small equity stakes. This has been described as the 'double agency' problem. Between the companies they theoretically own and the shareholder sit two agents - the company managers and the portfolio managers. The beneficiary of a pension fund or insurance policy, or the holder of mutual funds, has no opportunity to exercise his theoretical power of ownership. That role has to be taken by the institutional shareholder. And the reason why the investing institutions must exercise these powers is that, if they do not, there are no effective controls on the managements of companies.
4. How this stewardship is exercised must reflect the culture and traditions of the domicile of the company. This is not an Anglo-American conspiracy. The ways in which governance works in America or Britain are quite different, because laws and attitudes are different. For instance, some American investors started a campaign in Britain against the traditional three-yearly vote to re-elect a director. In the US, it is impossible for shareholders to demand a meeting during the year at which directors may be voted off. The

only way to change a board is at the annual meeting, where an alternative slate must be proposed against the incumbents. If only one third of the board comes up for re-election every year, it would therefore not be possible to change it completely for three years. In the UK, any shareholders with 10% or more of the votes can demand an Extraordinary General Meeting at any time, and can propose the replacement of the whole board, not matter that they may be in the middle of their three-year appointment. As a result, opposition to three-year terms is entirely appropriate in a US context, but may be counterproductive in a UK one, and unnecessary. Counterproductive, because we believe directors may take a longer-term view if they are elected for three-year terms, and unnecessary because, in extremis, the terms can be overturned.

5. As a result, we are very sensitive to the legal and cultural structure of German boards, both management and supervisory. We understand that much of what we in the US and UK have developed through voluntary codes and convention is actually incorporated into the German commercial code. However, we also believe that there are critical elements in the relationship between shareholders and their company managers that demonstrate whether proper control is exercised or not. At a meeting rather like this last year just outside Frankfurt, we spent some time discussing the particular quirks of the German system. You have to face endless annual meetings, which turn into platforms for single-issue campaigners and cranks; in the UK, company chairmen can be quite strong in controlling these meetings, often asking those present to support him when trying to move the process on. We discussed the transition from Spokesman of the Management Board to Chairman of the Supervisory Board. Some locals thought that this should be outlawed entirely. In the UK, it is often thought the norm for the Chief Executive to move up to become part-time chairman. We oppose both examples in principle. We have seen too many cases where that transition makes it impossible for the new Chief Executive to operate effectively. But we don't use that as a reason to oppose the company, unless we are uneasy about other elements of governance.
6. I am running ahead of myself a little in giving examples of governance differences between various markets. I have not yet told you the critical reasons why we at Hermes are involved in governance at all. The first reason is that we believe good governance is a magnet to international investors, and that, as a result, the cost of equity capital falls. The second reason is that we have structured our investment portfolios in a way that explicitly matches a core element of them against the broad indices in all the developed markets. As a result, the only way in which we can influence the returns our clients receive is through improving the absolute returns on all the shares in the indices, rather than concentrate on the shares we own, and ignoring the ones we don't own, as in a conventional active portfolio. In our experience, there are too many companies in the indices which are underperforming for some reason or another.

Worse than that, all the evidence is that those which run the risk of disaster usually have some elements of poor corporate governance.

7. Perhaps the most critical element of the governance structure that gives us some comfort is if the controlling board (whether unitary or, in a dual board structure, the supervisory board) is dominated by independent directors. In Japan, the idea of independent, or outside directors, is entirely new. Only Sony, and, to a lesser degree, Fujitsu, has really taken this on board. Of course, with co-determination, it is impossible for German supervisory boards to show obvious independence. The union (and possibly lander) representatives will clearly be most concerned with employment in the locality. That leaves an enormous burden on the other board members. If they have twenty boards, that meet only twice a year, what sort of stewardship can they operate? We remember the example of Metallgesellschaft, even if I cannot spell the company's name.
8. One other area that indicates a serious attitude to the interest of shareholders is the presence of an audit committee. I understand that, although audit committees as such are rare in German companies, the commercial code has the effect of making all the supervisory board into an audit committee. It is clearly important that the supervisory board is able to discuss critical elements of control and reporting with the auditors without the executives being present.
9. A third area that gives every investor some comfort is transparency. The adoption of International Accounting Standards within the EU will be very helpful in this respect, but it leaves untouched some areas that are of interest to shareholders.
10. We are all waiting for the Federal Chancellor's committee to report on governance. Germany seems to be the beneficiary of at least three corporate governance reports. Our friend and your colleague Christian Strenger will, of course, report on a benchmark structure. A matter of considerable interest to international investors is whether we will see a break in the continental tradition of opacity about executive pay. I understand very well that here, as in France, the idea that what you are paid should be public knowledge is considered very bad manners. However, like Dr. Breuer, I can see no reason why anyone should be ashamed of the sums involved. You are running some of the largest and most important companies in the world, and most executives earn what they are being paid. You should not believe that every institutional investor is against people earning large sums of money. Au contraire, we want the executives of the companies we invest in to be paid handsomely, but only when they have earned it. At present, it is impossible for shareholders in French or German companies to know whether the executives have earned their pay, because we don't know what it is on an individual basis.

11. It is important to understand that most institutional investors will not comment on the absolute level of an executive's pay, unless it is way out of line with the size of the company. What we are interested in is the idea that the reward structure for executives should be aligned fully with the long-term interests of shareholders. We are more concerned to pay large amounts to successful directors of companies operating in a bear market for shares, or in a sector operating in a difficult environment, than we are to see everyone rewarded through options and a bull market. As your pay structures change to meet the challenge of a global capital and labour market for senior executives, you should consider very carefully how these rewards are structured. Share options do not meet all the criteria we set for aligning management and shareholder interests. In a bull market, poor management can be richly rewarded; in a bear market, no-one is rewarded, but no-one feels the pain of shareholders. We recommend that restricted share awards are a much better way of rewarding managements. You award a certain number of shares at the current share price, which vest after three or more years, subject to a performance benchmark. You may have noticed that Donald Daft of Coca Cola has just been awarded up to \$100m of such shares in his company. He will receive the maximum award only if a really challenging earnings growth target is met. If lower numbers are achieved, his reward will be lower. The great advantage of real shares being issued is that executives effectively hold shares in good times and bad, and it ceases to be a one-way ticket to riches.
12. Our extensive experience in corporate governance, both in the UK and in the US, taught us some interesting lessons. Within the market, there are always underperforming companies. Many of them have failings in their governance. If no-one intervenes, then this situation can continue for many years. We decided, about five years ago, to employ someone specifically to take the governance process in the UK one step further. He was asked to intervene with the boards of companies we believed were poorly governed. Usually, the failings in the company would exhibit themselves in one of three areas - management, strategy or capital structure. We asked our executive to develop ideas about how the company might change and present them to the board. In most cases, the executive board was willing to hear the presentation; sometimes we had to go to the external directors. If we were rebuffed, we could then go to the other large shareholders and ask them whether they would support our plans for change. This is perhaps the critical element. Some boards thought that simply ignoring us was the most effective strategy. Hermes has contacts around the world with all the major investors, and they are delighted to support someone willing to do the work of intervention with underperforming companies. As a result, our 1% of the UK equity market could be transformed into a much more powerful 10% or more support.

13. It is important to emphasise that, although our executive came from a business background, not investment management, our suggestions about changes to strategy, management or capital structure, were simply that - suggestions. We will not try to run companies, that is the responsibility of the board. What we think is useful is to approach companies with well-researched ideas of what might be changed. We act as the catalyst for change, not the executives of it.
14. The strength of support, and the fact that we are long-term holders of the companies in which we invest, makes us quite different from some of the arbitrageurs and greenmailers we have seen in various countries over the years. We are not interested in short-term solutions that may harm companies in the long-term. The support we have from other institutions means that sensible boards take us seriously, because they understand we are not going away. Part of our bargain with companies is that, provided they are talking sensibly and constructively to us, we will not expose our concerns in public. Only if we are getting nowhere in private will we express our concerns publicly.
15. As we developed our skills in this area, two things became apparent. The first was that there were several companies where, no matter how effective our efforts, there really was very little true value in the company. We may have helped prevent further loss of value, but we were unable to make money. That caused us the second problem. We were beginning to spend substantial sums of money on developing alternative strategies for the companies we were focusing on, and there is a limit to the amount of money any commercial organisation can spend simply pro bono publico.
16. So, in 1998, we launched a fund in which we invest in these underperforming companies, but ones in which our analysis suggests there is substantial hidden value. The trigger for realising that value is action on the governance questions I have mentioned earlier. The two must go together. Within the fund we tried to avoid companies where rescue was possible, but there was no upside in valuation. With external investors in the fund, we were able to earn some revenue to help pay for our efforts in this area, so that we would not be concerned too much about the 'free rider' effect, where all shareholders benefited from our efforts without paying anything towards them. The model for this fund had been developed in the US by Bob Monks, of LENS, and Ralph Whitworth of Relational. The evidence from them was that this could, and should add value. After two and a half years of experience in the UK I can report that we have had success with our fund too. Although for the last year we have been operating in a particularly friendly environment for the sorts of stocks we invest in, the fund has outperformed its UK index benchmark in each of the two complete years it has been in operation, by substantial amounts in 2000. One point to make is that there have been very few leaks of the names of the companies in the fund, and we have gone public only twice.

17. Later this year, we are launching an equivalent fund for continental Europe, concentrating initially on France, Germany and the Benelux. Stephan Howaldt, an ex-Warburg banker, but recently working with Siemens, joined us on Friday to be its Chief Executive. We are recruiting a European national to be the Chief Investment Officer of the fund, and we have substantial interest from international investors. Our investors in the UK fund include such massive funds as CalPERS, OMERS, SPP and Nippon Life, and we hope to recruit some other continental European funds who were not interested in a UK-only fund.
18. What we hope is that this fund will not be seen as a threat to boards and managements. Very often, we have found a welcome from the executives, who have been trying, unsuccessfully, to persuade their boards to change. To receive the same message from a group of important investors often makes the difference.
19. Governance and activism are closely linked, and I hope that I have been able to show you why we think it is important, and inevitable, for us to be involved in both as part of our portfolio management skills. This is not a moral crusade. We can only justify our activity if it adds to the value of our client portfolios. It is also not an attack on management generally. Good managements have nothing to fear from us; even struggling companies might find us more acceptable as agents for change than many others. What we, and others, will persist in, however, is making sure that the companies we invest in on behalf of our clients, are run as well as possible, with as few conflicts of interest as possible between the investment and corporate managing agents. We offer a clear bargain - if we are convinced that companies are run in the long-term interests of their shareholders, we will usually support incumbent managements. Over the past eight years, we have only supported two hostile take-over bids in the UK. We offer the same support to continental companies. We are long-term investors, and we want the best long-term outcome for your companies.

IX. Erweiterte Aufgaben für den Wirtschaftsprüfer

**Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher, Mitglied des Vorstands,
KPMG**

1. Einleitung

Meine sehr verehrten Damen und Herren,

das mir von den Veranstaltern gegebene Thema „Erweiterte Aufgaben für den Wirtschaftsprüfer“ lässt mehrere Deutungen zu, je nachdem, welches Satzzeichen man hinzufügt. Ist das Thema als Feststellung gemeint, so geht es um die Darstellung und Würdigung der jüngst durch das KonTraG hinzugekommenen Aufgaben des Abschlussprüfers. Da diese Aufgaben in der aktuellen Bilanzsaison jetzt zum zweiten Mal anzuwenden sind, dürfte ein kurzer Erfahrungsbericht von Interesse sein. Anstelle eines Punktes könnte man auch ein Ausrufezeichen setzen. Tatsächlich wird auch in der aktuellen Diskussion um die Corporate Governance verschiedentlich vorgeschlagen, Gegenstand und Umfang der Abschlussprüfung zu erweitern. Ich will mir diese Vorschläge nicht ohne weiteres zu Eigen machen, sondern bevorzuge das Fragezeichen. Die Frage lautet: Empfiehlt sich derzeit eine über das KonTraG hinausgehende Erweiterung der Aufgaben des Abschlussprüfers? Die Beantwortung dieser Frage bedarf eines Fundamentes in zwei Blöcken, zum einen die Rolle, die die Abschlussprüfung insbesondere für die Leitung und Überwachung der börsennotierten Aktiengesellschaft spielt, und zum anderen die Erfahrungen mit den durch das KonTraG eingeführten Prüferpflichten.

2. Welche Rolle spielt der Abschlussprüfer im Rahmen der Corporate Governance?

Die Abschlussprüfung hat in Deutschland seit ihrer Einführung durch eine Notverordnung im Jahr 1931 eine Doppelrolle. Der Abschlussprüfer ist zunächst der wichtigste Garant der öffentlichen Rechnungslegung. Er hat mit seinem Bestätigungsvermerk die Vertrauenswürdigkeit der Abschlussinformationen gegenüber den externen Adressaten – insbesondere dem Kapitalmarkt – zu gewährleisten. Die Bedeutung dieser Aufgabe kann nicht hoch genug eingeschätzt werden. Daneben ist der Abschlussprüfer „Funktionsträger innerhalb der Unternehmensverfassung“. Der Abschlussprüfer hat den Aufsichtsrat bei der Überwachung der Geschäftsführung zu unterstützen. Dazu dient traditionell der Prüfungsbericht und seit KonTraG der obligatorische mündliche Bericht über die wesentlichen Ergebnisse der Prüfung in der Bilanzsitzung des Aufsichtsrats bzw. eines Bilanz- und Prüfungsausschusses. Ein wesentliches Anliegen des KonTraG war es, dieser „Hilfsfunktion des Prüfers für den Aufsichtsrat bei der Bewältigung seiner Kontrolltätigkeit“ einen größeren Stellwert zu verschaffen.

Der Abschlussprüfer ist nicht nur Gehilfe des Aufsichtsrats, sondern auch Berater des Vorstands. Zur Beratungsfunktion gehört es etwa, Anforde-

rungen an die Rechnungslegung und an die Risikoüberwachung aufzuzeigen, schwierige Bilanzierungsfragen im Zuge einer kontinuierlichen Prüfung zu klären, so dass die betreffenden Sachverhalte von vornherein zutreffend im Abschluss dargestellt werden, und Möglichkeiten aufzuzeigen, wie der Prozess der Abschlusserstellung und die Methoden und Systeme der Risikoüberwachung ständig verbessert werden können.

3. Erfahrungen mit den neuen Prüferpflichten nach KonTraG

Inwiefern wurde nun die Unterstützungsfunktion des Abschlussprüfers für den Aufsichtsrat durch das KonTraG ausgebaut? Dabei ist über folgende seit einem Jahr zu praktizierende Änderungen zu berichten:

- 1) Der Aufsichtsrat und nicht mehr der Vorstand hat dem Abschlussprüfer den Auftrag zu erteilen.
- 2) Bei amtlich notierten Gesellschaften umfasst die Abschlussprüfung auch die Prüfung des vom Vorstand einzurichtenden Risikoüberwachungssystems.
- 3) Im Prüfungsbericht ist vorweg zur Beurteilung der Lage des Unternehmens bzw. Konzerns durch den Vorstand Stellung zu nehmen, soweit die geprüften Unterlagen und der Lagebericht eine solche Beurteilung zulassen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Vorstand im Lagebericht jetzt auch explizit auf die Risiken der künftigen Entwicklung einzugehen hat.
- 4) Der Prüfungsbericht ist regelmäßig jedem Aufsichtsratsmitglied auszuhändigen.
- 5) Der Abschlussprüfer muss an den Bilanzsitzungen des Aufsichtsrats bzw. eines Ausschusses teilnehmen und über die wesentlichen Ergebnisse seiner Prüfung berichten.

Die Erteilung des Prüfungsauftrags durch den Aufsichtsrat unterstreicht nicht nur die Hilfsfunktion des Prüfers für den Aufsichtsrat und die Unabhängigkeit des Prüfers vom Management, wie es in der Regierungsbeurteilung heißt. Sie wird auch zunehmend dazu genutzt, über den gesetzlichen Prüfungsumfang hinausgehende Prüfungsschwerpunkte festzulegen und fördert damit die Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsrat und Abschlussprüfer.

Die Prüfung und Beurteilung des vom Vorstand nach § 91 Abs. 2 AktG einzurichtenden Risikoüberwachungssystems hilft dem Aufsichtsrat, zu überwachen, ob und inwieweit der Vorstand seiner Verpflichtung nachkommt. Die Prüfungs- und Berichtspflicht hat dazu geführt, dass die Geschäftsrisiken des Unternehmens wesentlich stärker in den Fokus der Abschlussprüfung gerückt sind, als dies bisher der Fall war. Eine konsequent risiko- und systemorientierte Prüfung erlaubt dem Prüfer ein sichereres Urteil darüber, ob alle bilanzierungspflichtigen Risiken tatsächlich bilanziert sind und versetzt ihn in die Lage, zu beurteilen, ob die Ri-

siken der zukünftigen Entwicklung im Lagebericht zutreffend dargestellt sind.

Die Pflicht zur Kommentierung der Lagebeurteilung in Verbindung mit dem strenger formulierten Prüfungsumfang für den Lagebericht hat bewirkt, dass die Prüfer sich intensiver mit der Lage des Unternehmens oder Konzerns auseinander zu setzen haben und damit ihrer Warnfunktion gegenüber dem Aufsichtsrat besser nachkommen können sollten.

Die Teilnahme- und Berichtspflicht des Prüfers in den Bilanzsitzungen bietet dem Prüfer die Möglichkeit, sehr gezielt auf Geschäftsrisiken, kritische Bilanzierungsfragen und Erfordernisse und Möglichkeiten der Verbesserung des Risikoüberwachungssystems hinzuweisen. Umgekehrt nutzen die Aufsichtsräte die Präsenz und die Ausführungen der Prüfer zunehmend, um deren Einschätzung zu solchen Sachverhalten abzufragen.

Diese kurzen Hinweise mögen genügen, um zu belegen, dass das KonTraG tatsächlich einen engeren Schulterschluss zwischen Aufsichtsrat und Abschlussprüfer gefördert hat. Inwieweit sich die Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsrat und Abschlussprüfer in der Praxis weiter verbessern wird, hängt davon ab, um wie viel mehr die Aufsichtsräte von den Prüfern an Informationen und Beurteilungen einfordern. Zweiter Faktor ist aber auch, wie brauchbar die Ausführungen der Prüfer im Prüfungsbericht und in der mündlichen Berichterstattung sind.

Die Anforderungen an uns Prüfer sind jedenfalls bereits wesentlich höher geworden. Mit der technischen Kompetenz in nationaler und internationaler Bilanzierung allein ist es definitiv nicht getan. Um die genannten Aufgaben wirklich erfüllen zu können, bedarf es auch der technischen Kompetenz in Fragen der Risikoüberwachung und vor allem eines umfassenden Verständnisses der Geschäftstätigkeit des jeweiligen Mandanten und der Fähigkeit, dessen tatsächliche wirtschaftliche Lage zu beurteilen.

Diesen Anforderungen können wir nur gerecht werden, wenn wir unsere Prüfungsmethode, wie bereits begonnen, von der Bilanzprüfung zu einem Business Audit umbauen. D.h., dass wir nicht mehr primär transaktionsorientiert prüfen, sondern mit der Identifizierung der Geschäftsrisiken beginnen, sodann beurteilen, inwiefern die wesentlichen Geschäftsprozesse geeignet sind, die Geschäftsrisiken zu reduzieren, und erst danach festlegen, welche Kontrollen im Einzelnen zu prüfen sind und welche weiteren Prüfungshandlungen sich anzuschließen haben. Außerdem werden wir vor allem die Spezialisierung auf Branchen noch weiter vorantreiben müssen.

4. Nochmalige Erweiterung der Aufgaben des Abschlussprüfers?

Vor diesem Hintergrund will ich mich nun der Frage zuwenden, ob sich derzeit eine über das KonTraG hinausgehende Erweiterung der Aufgaben

des Abschlussprüfers empfiehlt. Besteht also Bedarf, die Unterstützungsfunktion bzw. die Garantenfunktion weiter auszubauen?

Lassen Sie mich mit der Unterstützungsfunktion beginnen: Das KonTraG hat diese Funktion der Abschlussprüfung, wie wir gesehen haben, bereits deutlich gestärkt. Der heutige Aufgabenkatalog ist international ohnegleichen. Offen gestanden plagt mich mehr die Frage, wie Aufsichtsräte und Abschlussprüfer den gegebenen Ordnungsrahmen mehr mit Leben erfüllen können, als dass es mich danach drängt, den Aufgabenkatalog für den Abschlussprüfer zu erweitern.

Gleichwohl muss die Frage gestellt werden, ob Bedarf besteht, die Unterstützungsfunktion des Abschlussprüfers für den Aufsichtsrat noch weiter zu fassen. Ausgangspunkt von Überlegungen dazu muss sein, dass Aufsicht Informationen erfordert. Aufgabe des Abschlussprüfers ist es zum einen, zu gewährleisten, dass bestimmte Vorstandsinformationen an den Aufsichtsrat korrekt sind. Dies gilt natürlich zunächst für die gesamte auch für die Öffentlichkeit bestimmte Rechnungslegung, so dass sich der Aufsichtsrat bei der ihm obliegenden Prüfung von Jahres- und Konzernabschluss sowie der zugehörigen Lageberichte auf das Urteil des Abschlussprüfers stützen kann. Gleichmaßen dient die genannte Kommentierung der Beurteilung der Lage des Unternehmens durch den Vorstand der Kontrolle einer für den Aufsichtsrat wichtigen Vorstandsinformation.

Weiterhin kommt es darauf an, dass der Aufsichtsrat vom Vorstand zutreffend über die Risikolage informiert wird. Es ist zwar nicht Aufgabe des Abschlussprüfers, die dazu erforderlichen Risk-Reports zu prüfen. Soweit aber das Risikoüberwachungssystem zu prüfen ist, sollte eine größere Gewähr für die Verlässlichkeit der Risikoberichterstattung des Vorstands an den Aufsichtsrat gegeben sein.

Neben der direkten oder indirekten Prüfung von Vorstandsinformationen hat der Abschlussprüfer die Aufgabe, den Aufsichtsrat seinerseits über bestimmte Sachverhalte zu informieren. Dazu gehört vor allem die Berichterstattung über bestandsgefährdende Tatsachen oder schwerwiegende Gesetzesverstöße nach § 321 HGB.

Die Frage, ob Bedarf für eine noch weitere Fassung der Unterstützungsfunktion besteht, stellt sich somit in zwei Facetten:

- 1) Empfiehlt sich eine weitergehende Prüfung von Vorstandsinformationen?
- 2) Empfehlen sich weitergehende originäre Informationspflichten für den Abschlussprüfer?

Als Vorschläge zur weitergehenden Prüfung von Vorstandsinformationen stehen derzeit zur Debatte:

- Prüfung der Vorstandsberichte nach § 90 Abs. 1 AktG;

- prüferische Durchsicht von Zwischenberichten, d.h. der Quartalsberichte.

Das Institut der Wirtschaftsprüfer hat vorgeschlagen, dass die Berichterstattung des Vorstands an den Aufsichtsrat nach § 90 Abs. 1 AktG in den Gegenstand der gesetzlichen Abschlussprüfung einbezogen wird. Dadurch würde sicherlich die Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsrat und Abschlussprüfer weiter gestärkt und könnte die Verlässlichkeit der Vorstandsberichte erhöht werden. Ich unterstütze diesen Vorschlag gleichwohl aus folgenden Gründen nicht:

1. Es würde dem Aufsichtsrat wenig helfen, im Rahmen der Bilanzsitzung u. U. erst sehr viel später vom Abschlussprüfer zu erfahren, dass im abgelaufenen Geschäftsjahr erstattete Vorstandsberichte Mängel aufweisen bzw. aufweisen könnten.
2. Voraussetzung für die Prüfbarkeit wäre, dass die Berichterstattung nach § 90 Abs. 1 AktG insgesamt und abschließend schriftlich zu erfolgen hätte bzw. mündliche Erläuterungen sehr genau protokolliert würden.
3. Das IDW hat selbst darauf hingewiesen, dass die Berichte des Vorstands an den Aufsichtsrat im Rahmen der Abschlussprüfung regelmäßig nicht auf ihre Vollständigkeit und auch nur begrenzt auf ihre Richtigkeit geprüft werden können und deshalb nur eine Prüfung der Plausibilität der Berichterstattung in Frage komme. Dazu benötigt man m. E. aber den Abschlussprüfer nicht. Vielmehr gehört die Prüfung der Plausibilität der Vorstandsberichte zur ureigenen Aufgabe des Aufsichtsrats.
4. Eine Prüfung der Berichterstattung über die beabsichtigte Geschäftspolitik und andere grundsätzliche Fragen der Unternehmensplanung (Nr. 1) und über Geschäfte, die für die Rentabilität oder Liquidität der Gesellschaft von erheblicher Bedeutung sein können (Nr. 4), halte ich für geeignet, eine neue Erwartungslücke zu schaffen. Man denke nur etwa an den Bericht über eine große bevorstehende Unternehmensakquisition. Auch bei einer Beschränkung auf eine bloße Plausibilitätsprüfung erwartete man am Ende seitens des Aufsichtsrats vielleicht doch eine komplette Due-Diligence-Prüfung, was im Rahmen der Abschlussprüfung unmöglich zu leisten ist.

Von diesen Einwendungen abgesehen kann der Aufsichtsrat ohne weiteres von sich aus den Abschlussprüfer beauftragen, etwaigen Zweifeln an der Vollständigkeit oder Richtigkeit einzelner Vorstandsberichte nachzugehen.

Hinsichtlich der Zwischenberichterstattung hinkt die Entwicklung hierzulande der Praxis im angloamerikanischen Bereich hinterher. Wir sind aber dabei, den Rückstand zügig aufzuholen. Während das Börsengesetz in § 44 b von Gesellschaften mit Aktien im amtlichen Handel bislang lediglich Halbjahresberichte verlangt, besteht für die Segmente DAX, SMAX und Neuer Markt aufgrund der Teilnahmebedingungen mittlerweile die Verpflichtung, Quartalsberichte

weile die Verpflichtung, Quartalsberichte zu veröffentlichen. Die Corporate-Governance-Grundsätze der (Frankfurter) Grundsatzkommission sehen für alle börsennotierten Gesellschaften eine Quartalsberichterstattung vor. Der Umfang der Zwischenberichterstattung ist in dem am 13. Februar 2001 im Bundesanzeiger bekannt gemachten Deutschen Rechnungslegungsstandard DRS 6 geregelt.

Die Zwischenberichte sind in erster Linie für den Kapitalmarkt bestimmt. Ich werde deshalb im Zusammenhang mit der Garantenfunktion des Abschlussprüfers nochmals darauf zurückkommen. Die Zwischenberichte sind aber, wie die ebenfalls für die Öffentlichkeit bestimmten Jahres- und Konzernabschlüsse, für den Aufsichtsrat nicht minder wichtig als für den Kapitalmarkt. Schließlich erfährt der Aufsichtsrat daraus jedenfalls bei Beachtung des DRS 6 wesentlich mehr, als ihm der Vorstand nach § 90 Abs. 1 Nr. 3 AktG vierteljährlich über „den Gang der Geschäfte, insbesondere den Umsatz, und die Lage der Gesellschaft“ zu berichten hat.

Der Kapitalmarkt schenkt den Zwischenberichten eine kaum geringere Aufmerksamkeit als den Abschlüssen über das ganze Geschäftsjahr. Der Praxis in den USA folgend halte ich es für erforderlich, die Quartalsberichte börsennotierter Gesellschaften vor ihrer Veröffentlichung einem Review, d.h. einer prüferischen Durchsicht durch den Abschlussprüfer zu unterziehen. Die gleiche Empfehlung findet sich auch in den Corporate-Governance-Grundsätzen der (Frankfurter) Grundsatzkommission. Der Review hat den Zweck, die Vertrauenswürdigkeit der in den Zwischenabschlüssen enthaltenen Informationen zu erhöhen, wobei auf die durch eine Abschlussprüfung erreichbare hinreichende Sicherheit für ein Prüfungsurteil mit positiver Gesamtaussage verzichtet wird.

Eine prüferische Durchsicht ist keine Abschlussprüfung. Sie stellt lediglich eine Plausibilitätsbeurteilung der Rechnungslegung dar. Anders als bei der Abschlussprüfung gibt der Prüfer bei einem Review nur eine sog. „negative assurance“. Der Prüfer hat nur zu beurteilen, ob die durch die prüferische Durchsicht erhaltenen Prüfungsnachweise darauf hinweisen, dass der Zwischenbericht nicht den angewandten Rechnungslegungsgrundsätzen entspricht. Das Ergebnis der prüferischen Durchsicht sollte in einer Bescheinigung festgehalten werden, die an den Aufsichtsrat gerichtet und nicht für die Öffentlichkeit bestimmt ist. Über die Bescheinigung hinaus sollte sich die Berichterstattung auf einen mündlichen Bericht an den Aufsichtsrat oder einen Ausschuss beschränken.

Nach geltendem Recht ist der Abschlussprüfer vom Vorstand und nicht vom Aufsichtsrat mit dem Review von Zwischenabschlüssen zu beauftragen, weil § 111 Abs. 2 Satz 3 AktG die Vertretungsmacht ausdrücklich nur für den Jahres- und Konzernabschluss gemäß § 290 HGB dem Aufsichtsrat zuweist. Dieses Ergebnis erscheint mir unbefriedigend, weil die für § 111 Abs. 2 Satz 3 AktG ausschlaggebende Unterstützungsfunktion des Abschlussprüfers für den Aufsichtsrat hier genauso gilt. Die Bedeutung von Zwischenberichten für den Aufsichtsrat und den Kapitalmarkt ist mit der von Jahres- und Konzernabschlüssen durchaus vergleichbar.

Deshalb gehört die Diskussion von Zwischenberichten und gegebenenfalls der Ergebnisse dazu vorgenommener Prüfungen nach den Corporate-Governance-Grundsätzen der (Frankfurter) Grundsatzkommission zu den Aufgaben des Aufsichtsrats bzw. eines Bilanz- und Prüfungsausschusses. Im Zuge der Einführung einer obligatorischen prüferischen Durchsicht von Zwischenberichten sollte deshalb auch entsprechend § 111 Abs. 2 S. 3 AktG festgelegt werden, dass der Aufsichtsrat den entsprechenden Auftrag erteilt.

Zur Frage, ob sich weitergehende Informationspflichten für den Abschlussprüfer empfehlen, hat das Institut der Wirtschaftsprüfer vorgeschlagen, dem Abschlussprüfer unabhängig von den bestehenden Berichtspflichten aufzuerlegen, den Aufsichtsrat unmittelbar über alle wesentlichen Feststellungen und Vorkommnisse zu unterrichten, die sich während der Abschlussprüfung ergeben haben. Beispielhaft werden festgestellte Organisationsmängel genannt, die entsprechend den gesetzlichen Vorgaben (§ 321 HGB) nicht in den Prüfungsbericht aufzunehmen sind, weil sie nicht die Rechnungslegung betreffen.

Dazu ist zunächst zu sagen, dass der Abschlussprüfer im Falle einer krisenhaften wirtschaftlichen Entwicklung und bei festgestellten schwerwiegenden Gesetzesverstößen bereits seit dem AktG 1965 dem Aufsichtsrat aufgrund seiner Redepflicht nach § 321 Abs. 1 HGB vorab zu berichten hat, wenn Eile geboten ist. Ich bezweifle, dass der Sache wirklich gedient wäre, wenn die Aufsichtsräte darüber hinaus ständig über weitere „wesentliche Feststellungen und Vorkommnisse“ zu unterrichten wären. In den als Beispiel genannten Fällen von Organisationsmängeln halte ich es für richtig, zunächst dem Vorstand Gelegenheit zu geben, diese abzustellen. Sofern es dazu nicht kommt und die Mängel größere Risiken in sich bergen, sollte die Unterrichtung des Aufsichtsrats in der jährlichen Bilanzsitzung den Überwachungserfordernissen genügen.

So viel zu den Vorschlägen zur Verbesserung der Unterstützung des Aufsichtsrats. Zur Ausweitung der Garantenfunktion gibt es zwei Vorschläge, die ich noch kurz ansprechen möchte.

Einen der beiden Vorschläge habe ich schon behandelt und zwar den Vorschlag, die Zwischenberichte obligatorisch einem Review durch den Abschlussprüfer zu unterziehen. Wie gesagt ist nicht daran gedacht, das Ergebnis der prüferischen Durchsicht von Zwischenberichten zu veröffentlichen. Die externe Kontrolle der Zwischenberichte mit Berichterstattung an den Aufsichtsrat würde aber trotzdem dazu beitragen, das Vertrauen des Kapitalmarkts in die Zwischenberichte zu erhöhen.

Ein weiterer Vorschlag hängt mit der Verbindlichkeit der Verhaltensempfehlungen eines Corporate-Governance-Kodex zusammen. Zwischen völliger Unverbindlichkeit einerseits und strikter Verbindlichkeit andererseits liegt der sog. „Comply-or-Explain“-Ansatz. Danach sollen die Unternehmen im Einzelfall von den nicht schon gesetzlich vorgeschriebenen Regeln des Kodex abweichen können, solche Abweichungen aber den Kapitalmarktteilnehmern erklären müssen.

Dabei stellt sich die Frage, wie die Verlässlichkeit der Compliance-Erklärung gesichert werden könnte. Es wäre naheliegend, diese Aufgabe dem Abschlussprüfer zuzuweisen. Allerdings ist Vorsicht geboten, wenn es darum geht, eine entsprechende Prüfungspflicht zu konkretisieren. Die Gefahr, vom Prüfer etwas zu verlangen, was er nicht leisten kann, ist evident. Insbesondere wäre es unmöglich zu prüfen, ob die entsprechenden Verhaltensempfehlungen tatsächlich eingehalten werden. Wir können schließlich z.B. nicht prüfen, ob einzelne Geschäfte zwischen der Gesellschaft und den Vorstandsmitgliedern nahestehenden Personen den branchenüblichen Standards entsprechen, weil wir die nahestehenden Personen nicht kennen.

Für diskussionswürdig halte ich aber die Idee, prüfen zu lassen, inwieweit die Corporate-Governance-Guidelines des Unternehmens den Verhaltensempfehlungen des Kodex entsprechen bzw. im Einzelfall abweichende Regeln bestehen. Als Alternative zu einer solchen Prüfungspflicht könnte man die Unternehmen dazu verpflichten, ihre Corporate-Governance-Guidelines im Internet zu veröffentlichen, sodass jeder Kapitalmarktteilnehmer selbst prüfen könnte, inwieweit der Kodex umgesetzt ist.

5. Resümee

Meine sehr verehrten Damen und Herren, lassen Sie mich ein Resümee ziehen.

Die durch das KonTraG erweiterten Prüferpflichten tragen in der Praxis bereits dazu bei, die Hilfsfunktion des Abschlussprüfers für den Aufsichtsrat bei dessen Überwachung der Vorstandstätigkeit zu stärken. Es bleibt aber noch genügend Raum, die Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsrat und Abschlussprüfer im Interesse der Corporate Governance weiter zu verbessern. Dieses Ziel wird jedoch nicht durch eine ständige Erweiterung der Aufgaben des Abschlussprüfers erreicht. Vielmehr muss das vorhandene Instrumentarium besser genutzt werden. Die durch das KonTraG erfolgte Neubestimmung der Position des Abschlussprüfers muss stärker mit Leben erfüllt werden. Dazu gehört vor allem, dass die Aufsichtsräte die Unterstützung durch den Abschlussprüfer auch wirklich in Anspruch nehmen. Wir Prüfer stehen für viele Auskünfte zur Verfügung. Wir müssen aber auch entsprechend befragt werden und genügend Zeit für unsere Ausführungen bekommen. Umgekehrt können wir Prüfer den Aufsichtsräten auch sicher noch besser helfen, indem unsere Berichterstattung noch mehr problemorientiert wird und hier und da noch deutlicher ausfällt.

Einer neuen Prüfungspflicht bedarf es aber ohne jeden Zweifel. Das ist der Review von Zwischenberichten. Die Zwischenberichte sind sowohl für den Kapitalmarkt als auch für den Aufsichtsrat zu bedeutend, als dass sie ohne externe Kontrolle bleiben dürfen.

Ich danke Ihnen sehr für Ihre Aufmerksamkeit.

X. Erfahrungen mit der Umsetzung von Corporate Governance in Deutschland

**Christian Strenger, Mitglied des Aufsichtsrats,
DWS Investment GmbH**

Herr Strenger ist Initiator und Mitglied der „Grundsatzkommission Corporate Governance“

1. Der Anlass

Was war der Anlass, Corporate Governance in Deutschland deutlicher auf die Landkarte zu setzen? Zunächst einmal: das traurige Bild, das sich internationale Investoren häufig gemacht haben und teilweise immer noch tun. Dieses Bild ist bei konsequenter Umsetzung des KonTraG durch die Unternehmen (inkl. der Abschaffung von Mehrstimmrechtsaktien, Schaffung von Aufsichtsratsausschüssen, stärkerer Rolle der Prüfung) und weitgehender Akzeptanz internationaler Rechnungslegungsvorschriften unzutreffend. Die Möglichkeiten, „gute“ Corporate Governance in Deutschland zu etablieren und zu leben, bestehen also bereits durchaus. Worum es allerdings mäßig bis schlecht bestellt ist, ist (wieder einmal) das Marketing der deutschen Sache. Es geht also auch sehr wesentlich um eine Verbesserung der Transparenz dessen, was in Deutschland bzw. bei den Unternehmen bereits da ist.

Natürlich hilft bei der Etablierung besserer Corporate Governance in Deutschland auch der derzeit nur mäßig gebremste Zug zum Aktienbesitz in breiten Kreisen. Da inzwischen 15 Millionen deutsche Bundesbürger direkt und indirekt Aktien halten und diesen renditestarken Teil ihrer Alters- oder Ausbildungsvorsorge durch langfristige Sparpläne kontinuierlich aufstocken, wächst das Interesse für Börsenfragen nahezu exponentiell; genauso steigen selbstverständlich auch die Erwartungen in puncto Berücksichtigung der Anlegerinteressen. Von den 15 Millionen Bürgern haben ca. zehn Millionen ihre Gelder professionellen Vermögensverwaltern anvertraut, von denen sie erstklassige Performance erwarten. Zur Erreichung überdurchschnittlicher Ergebnisse bedingt dies auch eine professionelle Verfolgung von Fragen der „guten Haushaltsführung“ bei Unternehmen.

Lässt sich der Wert von aktiv gelebter und transparenter Corporate Governance messen? In zahlreichen Untersuchungen meist internationaler Herkunft ergibt sich ein deutlich positives Bild: So haben beispielsweise McKinsey und die Weltbank¹ vor kurzem bei einer Umfrage unter 200 Investoren mit einem Anlagevermögen von 3,2 Billionen Dollar festgestellt, dass deutsche Unternehmen mit „guter“ Corporate Governance im Schnitt über 20 Prozent höher bewertet werden. Drei Viertel dieser

¹ Vgl. McKinsey & Company: Investor Opinion Survey on Corporate Governance, June 2000.

Investoren haben bemerkenswerter Weise erklärt, dass sie Corporate Governance für mindestens so wichtig erachten wie das Zahlenwerk der jeweiligen Gesellschaft.

Ähnliche Untersuchungen bestätigen, dass zumindest die Nichtanwendung von Corporate Governance einen Malus für die Gesellschaften bedeutet.

Nicht zu vernachlässigen sind aber auch die Positivwirkungen für andere „Stakeholder“ wie Mitarbeiter, Kunden und die sonstige Öffentlichkeit. Stichworte wie „Verantwortlichkeit“ und „Transparenz“ stehen hier im Vordergrund. Wenn diese verständlicherweise danach fragen, wie es bei Unternehmen wie Daimler, Siemens oder natürlich auch Deutsche Bank in puncto „Haushaltsführung“ und Überwachung aussieht, dann ist eine Öffentlichmachung der in der Regel sowieso vorgeschriebenen oder befolgten Verhältnisse die beste Antwort. Durch einen derart entspannten Umgang mit dem legitimen Interesse der „Stakeholder“ wird Sicherheit und Vertrauen geschaffen, das sich nicht nur im Aktienkurs positiv auswirkt.

2. Der Rahmen / die internationalen Vorgaben

Wesentlicher Ausgangspunkt für die essentiellen Anliegen von Corporate Governance sind die Vorstellungen bzw. die Praxis in den USA und Großbritannien. Inzwischen sind auch andere europäische Länder in Sachen Corporate Governance tätig geworden. So gibt es inzwischen auch in Italien und Spanien bemerkenswerte Vorgaben durch entsprechende „Codes of Best Practice“. Es galt also auch daher, sich beschleunigt mit der Umsetzung in Deutschland zu beschäftigen.

Die wesentlichen Anliegen in den angelsächsischen Ländern sind bekannt und Ihnen heute morgen in den wesentlichen Punkten vorgetragen worden, sodass sich eine Auflistung erübrigt.

Da eine globale Ausgangsbasis für Corporate Governance mehr als wünschenswert ist, wurden die OECD-Grundsätze vom Mai 1999 als Ausgangspunkt für den „Code of Best Practice“ herangezogen. Allerdings können diese Grundsätze lediglich die Oberthemen abbilden, die in allen Ländern zu verfolgen sind. Nicht erfasst werden die insbesondere in den europäischen Ländern noch sehr ausgeprägten lokalen Unterschiede, denen praxisorientiert zu entsprechen war.

Durch das KonTraG vom Mai 1998 als Schlussstein langjähriger Reformbemühungen hat sich die Basis für Corporate Governance in Deutschland sichtbar verbessert. Da die Anwendung inzwischen weitgehend greift, sind hiermit wesentliche Eckpunkte definiert. Nichtsdestoweniger ist es erforderlich, vor allem für einen breiteren Nutzerkreis (d.h. die „Stakeholder“) einen geeigneten Rahmen zu entwerfen. Hierbei ist quasi ein Spagat zwischen zu trivialem Ansatz (zur Verfolgung eines sinnvollen Gesamtbildes) und zu detaillierter Verfolgung von Einzelanliegen zu bewältigen.

Von besonderem Gewicht für positive Wirkungen von Corporate Governance ist die Transparenz für Außenstehende. Corporate Governance ist weniger Selbstzweck für Insider im Unternehmen, sondern kann seine Positivwirkung für den Markt nur dann annähernd entfalten, wenn sie für die Aktionäre und die Stakeholder mittels ausreichender Transparenz leicht nachvollziehbar ist. Dazu gehört die Zusammenführung der wesentlichen Governance-Elemente in unternehmenseigenen Corporate Governance-Grundsätzen, die auch per Internet Dritten zugänglich sind.

Eine soeben vom Lehrstuhl Wirtschaftsprüfung und Corporate Governance der Universität Frankfurt am Main/Professor Böcking² veröffentlichte Untersuchung bestätigt dies: Bei einer Selbstanalyse der Corporate Governance-Scorecard erreichen Unternehmen einen Erfüllungsgrad von durchschnittlich 76 %, während finanziell geschulte Dritte, die lediglich auf extern verfügbares Quellenmaterial ohne eigene Corporate Governance-Grundsätze zurückgreifen, nur einen Erfüllungsgrad von durchschnittlich 40 % erreichen. Es nützt also nichts, sich selbst gute Noten zu diesem Thema zuzusprechen, ohne Außenstehenden einen leichten Zugang zu deren Verifizierung zu ermöglichen.

Höhere Transparenz bedeutet größere Sicherheit in der Beurteilung durch die Anleger. Diese größere Sicherheit schlägt sich in aller Regel längerfristig in einer höheren Bewertung nieder.

3. Die konkreten Wege der Umsetzung

3.1 Für Unternehmen: Erstellung eines „Code of Best Practice“ als Modellkatalog

Zwar bejahen die meisten deutschen Unternehmen die Hauptanliegen von Corporate Governance, bisher waren jedoch nur einige bereit, dies in schriftlicher Form transparent zu machen. Das Hauptargument hierfür war das Fehlen eines Leitfadens, der den Unternehmen aufzeigt, welche Punkte aus Sicht der Share- und Stakeholder zur Analyse der jeweiligen Corporate Governance wesentlich sind. Diesem Manko wurde im Januar 2000 von der zehnköpfigen „Grundsatzkommission Corporate Governance“ durch Erstellung eines „Code of Best Practice“ abgeholfen. Dabei wurde das in anderen Ländern (insbesondere Großbritannien) verwendete Muster des Modellkatalogs gewählt.

Die wesentlichen Elemente des Katalogs, der sowohl Informations- als auch Gestaltungsfunktion hat, sind:

² Vgl. Johann-Wolfgang-Goethe-Universität Frankfurt am Main, Lehrstuhl für allgemeine BWL, insbesondere Wirtschaftsprüfung und Corporate Governance/Professor Böcking: Analyse der Corporate Governance deutscher börsennotierter Unternehmen mittels der *Scorecard for German Corporate Governance*[®] der DVFA, März 2001.

- die internationale Verankerung durch die „Corporate Governance Principles“ der OECD,
- die bestehenden rechtlichen Gegebenheiten in Deutschland und
- die „Best Practice“ für alle nicht gesetzlich geregelten Vorgaben für die Verfassung des Unternehmens.

Da der „Code of Best Practice“ für außenstehende Stakeholder ein möglichst zutreffendes Bild der Corporate Governance des jeweiligen Unternehmens vermitteln soll, werden die wesentlichen Umfелеlemente vorangestellt und dann die beiden Gremien Vorstand und Aufsichtsrat detailliert behandelt. Die herauszustellenden Punkte sind:

- Informations- und Offenlegungspflichten gegenüber Aktionären, Aufsichtsrat und Öffentlichkeit,
- Intensivierung der Qualifikation und der Tätigkeit des Aufsichtsrats, u. a. durch Einrichtung von Ausschüssen (insbesondere das „Audit Committee“),
- Regelung von Interessenkonflikten und Eigengeschäften,
- Anreizsysteme über Aktienoptionsprogramme und ähnliche Vergütungssysteme.

Die gelegentlich (auch vom BDI) zu hörende Behauptung, dass Corporate Governance in Deutschland ja schon ausreichend in den bestehenden Gesetzen verankert sei, springt zu kurz. Tatsächlich kann erst die Verbindung mit selbstverpflichtenden Elementen ein Mindestniveau guter Corporate Governance sicherstellen.

Die Einbeziehung der internationalen Erwartungen und damit der Vorstellungen großer Investoren aus dem Ausland ist kritisch für die nachhaltige Akzeptanz eines „Code of Best Practice“. Dementsprechend hat die Grundsatzkommission vor Veröffentlichung des „Code of Best Practice“ die auf dem Gebiet der Corporate Governance führenden angelsächsischen Institutionen (u. a. Hermes und TIAA-CREF) um ihre kritische Bewertung des Modellkatalogs gebeten. Ohne deren positive Begleitung wäre der „Code of Best Practice“ von vornherein eine zu deutschbezogene Übung und damit von zweifelhaftem Erfolg gewesen.

Die Urteile dieser internationalen Investoren sind dementsprechend in den „Code of Best Practice“ eingegangen. Bemerkenswert war für die Verfasser die Bereitschaft der internationalen Investoren, wesentliche Elemente des deutschen Umfelds zu akzeptieren. Dies kann natürlich nicht bedeuten, dass Verbesserungswünsche seitens dieser Adressen ausgeschlossen sind. Im Gegenteil, diese wurden ja auch heute morgen klar artikuliert. Einig waren sich die Verfasser des „Code of Best Practice“ mit diesen internationalen Adressen jedoch darin, dass nur ein realistischer

Ansatz die Chance auf Etablierung des Grundgedankens und anschließende Verbesserungen in Richtung internationaler Standards bringt.

3.2 Für Investoren: Die „Corporate-Governance-Scorecard“ (DVFA) als standardisiertes Analysewerkzeug für Analysten und Investoren

Für eine wirksame Umsetzung des Corporate-Governance-Gedankens in Deutschland ist es nahezu zwingend, dass die Analyse der jeweiligen Corporate-Governance-Verhältnisse bei den einzelnen Unternehmen in einer standardisierten und relativ leicht vollziehbaren Form möglich ist. Dies wurde durch die Erstellung einer „Scorecard“ realisiert.

Während der „Code of Best Practice“ den Unternehmen eine Rahmenvorgabe zur Konkretisierung ihrer eigenen Corporate Governance liefert, ist die „Corporate-Governance-Scorecard“ dazu bestimmt, Analysten und Portfoliomanagern eine arbeitseffiziente Prüfung der Corporate-Governance-Verhältnisse bei den einzelnen Unternehmen in systematischer Form zu ermöglichen. Die Scorecard wurde von einem Arbeitskreis der DVFA im Juni 2000 entwickelt und bereits als „TÜV für Aktiengesellschaften“³ vorgestellt. Um Unterschiede bei den Unternehmens- oder Branchenspezifika sowie bei der subjektiven Gewichtung von Teilfragen zu ermöglichen, wurde auch die Scorecard flexibel gestaltet. Natürlich kann sie wie der „Code of Best Practice“ jederzeit an substantielle Veränderungen der Kapitalmarkt- und Unternehmenspraxis angepasst werden.

Auf Basis des „Code of Best Practice“ stellt die Scorecard auf fünf Teilbereiche ab:

- Corporate Governance Commitment,
- Aktionärsrechte,
- Transparenz,
- Unternehmensleitung und
- Prüfung.

Diese fünf Teilbereiche ergeben den Gesamtscore. Der Analyst bzw. Portfoliomanager kann dementsprechend die Unternehmen anhand von Gesamt- oder auch Teilscores vergleichen und auch Mindestscores für ausreichende Corporate-Governance-Verhältnisse pro Branche oder auch pro Land individuell festlegen.

Zwar sollte nicht übersehen werden, dass jede Standardisierung auch mit dem Nachteil einer unzureichenden Berücksichtigung besonderer Faktoren bei einem so weichen Thema wie Corporate Governance verbunden

³ Handelsblatt vom 25./26. August 2000; Artikel: Ein TÜV für Aktiengesellschaften.

ist. Im Rahmen einer Güterabwägung ist jedoch der praktische Nutzen einer einfach zu erreichenden Nachvollziehbarkeit der jeweiligen Corporate-Governance-Verhältnisse das höhere Gut gegenüber einer methodisch perfekten, aber leicht ausufernden Gesamtanalyse.

Die Scorecard hat nicht nur in Deutschland positive Resonanz gefunden. Gerade die leichte Nachvollziehbarkeit hat in verschiedenen Emerging Markets Nachahmer gefunden, sodass jetzt u. a. in Griechenland, Indonesien und sogar in Russland das Thema in solch standardisierter Form angegangen wird.

3.3 Fragen der Verbindlichkeit

Angesichts der in Deutschland immer wieder anzutreffenden Zurückhaltung gegenüber selbstverpflichtenden Maßnahmen im Kapitalmarkt (wie im Insiderwesen und bei Übernahmen deutlich dokumentiert) ist die Frage ausreichender Verbindlichkeit vorgegeben.

Die Verbindlichkeit von Corporate-Governance-Grundsätzen ergibt sich teilweise aus geltendem deutschem Recht, teilweise durch eine Selbstverpflichtung der Organmitglieder und (zumindest) der leitenden Mitarbeiter. Klare Vorgabe der Grundsatzkommission und auch der Regierungskommission ist es, keine neuen Gesetze zu verlangen. Dies wäre schon angesichts der schnellen Weiterentwicklung der für Corporate Governance relevanten Praxis wenig opportun. Statt dessen sind Wege zu verfolgen, die entweder durch eine Verpflichtung auf das Thema insgesamt und/oder als Kriterium für die Teilnahme am Kapitalmarkt durch entsprechende Börsenregeln bzw. Anlagevorschriften definiert sind.

- 1) „Comply or explain“: Durch Schaffung gewisser Normen, die öffentliche Unterstützung erfahren, könnte der in Deutschland wohl leider erforderliche Zwang zu kollektiv sinnvollem Verhalten geschaffen werden. Diese sind durch die vom Wirtschaftsprüfer zu bestätigende Verpflichtung, im Wege des „comply oder explain“ über die Corporate Governance-Verhältnisse und deren Entwicklung im Geschäftsbericht Auskunft zu geben, ausreichend verbindlich und flexibel zu erreichen. Gesellschaften, die sich hiermit nicht oder nicht ausreichend beschäftigen, werden durch diese Transparenzverpflichtung die marktmäßige Sanktionswirkung relativ schnell zu spüren bekommen.
- 2) Zulassungsbedingungen: Wer Risikokapital vom breiten Publikum „begehrt“, der hat sich mit den stringenten Regeln des organisierten Kapitalmarkts abzufinden. Dazu gehören Mindestvoraussetzungen zur Zulassung zum Börsenhandel. In den meisten großen Kapitalmarktländern gehört dazu auch eine Beschäftigung mit Corporate Governance. So ist die Verpflichtung auf „Principles of Good Governance“ und einen „Code of Best Practice“ der Londoner Börse Zulassungsvoraussetzung für den Handel. Darüber hinaus sind Abweichungen von diesem „Combined Code“ und wesentliche Entwicklungen im Geschäftsbericht darzustellen.

- 3) Anlagevorschriften: Inzwischen gibt es zahlreiche große angelsächsische Investoren, die Unternehmen ohne eindeutige Verpflichtung auf Corporate Governance nicht auf ihre Anlageliste nehmen.

4. Praktische Erfahrungen mit der Umsetzung von „Corporate-Governance-Grundsätzen“ in Deutschland

4.1 „Amerikanisierung“ ante portas?

Einige Kritiker werfen den Proponenten verbesserter Corporate Governance in Deutschland eine zunehmende Amerikanisierung inklusive der Verfolgung eines einstufigen Board-Systems vor. Dies ist bei genauer Betrachtung der Vorstellungen der Grundsatzkommission keineswegs so. Zunächst ist festzuhalten, dass die USA keineswegs in allen Corporate-Governance-Punkten „das gelobte Land“ sind. So gibt es dort immer noch Mehrstimmrechtsaktien (u. a. bei Ford und Reader's Digest), neuerdings vermehrt eine Anpassung des Optionspreises für Managementoptionen an gesunkene Aktienkurse („option repricing“) und Hauptversammlungen, die angesichts der Allmacht der Verwaltung selbst bei Weltkonzernen zur Farce in 15 Minuten verkommen sind. Derartige Unsitten sind nicht auf dem Menü für bessere Corporate Governance in Deutschland zu finden.

Keineswegs ist von Seiten der „Grundsatzkommission Corporate Governance“ gewollt, das zweistufige Board-System in Deutschland mit Aufsichtsrat und Vorstand abzuschaffen. Im Gegenteil, bei sorgfältiger Abwägung ist das deutsche System durchaus geeignet für „gute“ Corporate Governance, da hier eine echte Trennung zwischen Aufsicht bzw. Kontrolle und Management möglich ist. Dass in Deutschland immer noch bedauerliche Unfälle auf diesem Gebiet passieren, ist kein Beweis für die Unterlegenheit des deutschen Konstrukts.

4.2 Reaktionen und Verhaltensweisen der Unternehmen

Zwar beurteilen die meisten Unternehmen den Grundgedanken der Corporate Governance positiv; dies darf nicht darüber hinweg täuschen, dass der konkreten Umsetzung und einer transparenten Handhabung oft mit Zurückhaltung begegnet wurde. Zunächst zeigt sich eine deutliche Differenzierung in den Verhaltensweisen je nach Unternehmensgröße. Bei den jüngeren Unternehmen ist eine durchweg positive Einstellung zu verzeichnen. Dies resultiert sicher auch daraus, dass diese Unternehmen es leichter haben, eine offene Informationskultur zu betreiben als große Unternehmen, die wesentliche Schritte erst in ihrer Gesamtwirkung bewerten wollen.

„Blue Chip-Unternehmen“ sind häufig zögerlich: Man müsse sich schon an genügend gesetzliche und andere Vorschriften zu diesem Thema halten, ist eine der häufigsten Antworten. Des weiteren wird auf die freiwillige Natur des „Code of Best Practice“, deutlich unterschiedliche Vorstellungen des „Berliner Initiativkreises“ und die noch ausstehenden Ergebnisse der Regierungskommission verwiesen. Erst die Klarstellung der

wirklichen Anliegen und der Hinweis auf die eingangs erwähnten Positivwirkungen haben inzwischen zahlreiche Unternehmen zu einer Konkretisierung ihrer unternehmenseigenen Grundsätze mit Selbstverpflichtungswirkung veranlasst.

Naturgemäß anders sind häufig die Reaktionen aus dem Rechtsbereich der Unternehmen, die eher auf Kategorien verbindlicher Normen aufbauen. Die mit anspruchsvollen Corporate-Governance-Grundsätzen verbundene Berührung der unternehmerischen Handlungsfreiheit ist Grund für eine Negativbewertung.

Der vermeintliche Verzicht auf unternehmerische Freiheit erweist sich bei näherer Betrachtung allerdings in aller Regel als wehmütiges Erinnern an die „guten alten Zeiten“. Da zu viele Indizien gegen die Möglichkeit der Aufrechterhaltung dieser Zeiten sprechen, sollte im Rahmen einer Güterabwägung durch Aufsichtsrat und Vorstand die Netto-Positivwirkung gut gelebter Corporate Governance die Oberhand behalten.

Häufiges Missverständnis ist auch, dass man nicht alle Punkte des „Code of Best Practice“ erfüllen könnte. Genau dies ist kein Problem, da immer wieder zu betonen ist, dass der „Code of Best Practice“ lediglich „Modellcharakter“ hat. Jedes Unternehmen hat seine eigenen Grundsätze maßgeschneidert zu erstellen. Eine weitere Sorge ist die Furcht vor weiteren gesetzesähnlichen Verpflichtungen. Dagegen ist festzuhalten, dass genau dies nicht beabsichtigt ist, da gesetzliche Regelungen nicht flexibel genug sind, unternehmensindividuelle Besonderheiten und Gepflogenheiten abzubilden.

Dass die Investor-Relations-Verantwortlichen bei den Unternehmen einhellig eine Hinwendung zu Corporate Governance begrüßen, ist vorgegeben. Sie sind wesentliche Verfolger dieses Anliegens, da sie die positiven Auswirkungen am Unmittelbarsten in ihren Investoren-Kontakten und am Börsenkurs ablesen können.

4.3 Die Corporate Governance-Vorstellungen des „Berliner Initiativkreises“

Knapp ein halbes Jahr nach der ersten Veröffentlichung des „Code of Best Practice“ der „Grundsatzkommission Corporate Governance“ wurde von einem ebenfalls eigeninitiativen Gremium ein ca. 40-seitiges Programm für Corporate Governance in Deutschland vorgestellt. Im Gegensatz zum „Code of Best Practice“ betont der „Berliner Initiativkreis“ die Präponderanz des Vorstandes und vermittelt detaillierte Vorstellungen für die Optimierung der Handlungen dieses Gremiums. Dementsprechend haben Verbesserungsmöglichkeiten beim Aufsichtsrat weniger Gewicht.

Bei der Behandlung der Vorstandsangelegenheiten wird u. a. deutlich gemacht, dass die im § 77 AktG vorgesehene Gesamtverantwortung des Vorstandes auch in der Aufstellung des Managements zum Ausdruck kommen soll. Zwar soll der Vorstandsvorsitzende zur Sitzung einladen und die Tagesordnung festlegen, er ist jedoch sonst einer unter vielen. Dies

ist zumindest international nur schwierig zu vermitteln. Nicht nur durch die mediale Außendarstellung wird das Unternehmen mit der jeweils ersten Person im Unternehmensstaate identifiziert. Gerade zukünftig dürfte es kaum möglich sein, in Deutschland eine demokratisch formierte Ausnahme zu leben.

Die Einstellung internationaler Investoren zu den Vorstellungen des „Berliner Initiativkreises“ ist auch deswegen zurückhaltend, weil sie vorrangig an einem Bild des Rahmens bzw. der Haushaltsverfassung des Unternehmens interessiert sind.

4.4 Unterstützung des Anliegens durch Dritte

Durch die Regierungskommission, deren Gründung auf das „Balkonerlebnis“ des Bundeskanzlers bei der gutgemeinten Rettungsaktion für die Holzmann AG zurückzuführen ist, besteht eine gute Chance, die in anderen europäischen Ländern längst bestehende offizielle Unterstützung zu erfahren. Der schon beschriebene Weg des „comply or explain“ im Geschäftsbericht und eine obrigkeitliche Verpflichtung hierzu bieten eine geeignete Unterstützungsbasis.

Weniger ermutigend ist bisher die Einstellung der Deutsche Börse AG. Zwar hat man sich bei der Vorstellung des „Code of Best Practice“ im Januar 2000 dahingehend zitieren lassen, dass man diesem Anliegen wohlwollend gegenüberstehe. Ein klares Commitment ist jedoch ausgeblieben; dies wäre besonders im Fall des privat geregelten Neuen Markts von großem Vorteil für Unternehmen und Anleger gewesen. Gerade für Unternehmen, die zum ersten Mal die Erwartungen des breiten Publikums durch ihren Börsengang zu erfüllen haben, sollte eine Selbstverpflichtung auf „gute“ Corporate Governance obligatorisch sein.

Die meisten der das Image des Marktes so belastenden „Unfälle“ sind nämlich auf mangelnde Verfolgung wesentlicher Inhalte von Corporate Governance zurückzuführen. Die schon in der zögerlichen Anpassung des Regelwerks für den Neuen Markt zum Ausdruck kommende Einstellung der Deutschen Börse erweist dem deutschen Kapitalmarktanliegen auch insofern keinen guten Dienst.

Eine wesentliche Unterstützung des Anliegens verbesserter Corporate Governance geht von internationalen Gremien wie der OECD und der Weltbank aus. Beide sind erheblich bemüht, international anwendbare Standards zu konzipieren, die insbesondere weltweit tätigen Unternehmen einen Gesamtrahmen für die Governance in ihrem Konzern vermitteln würden. Die von diesen Bemühungen ausgehenden Impulse dürften auch in Deutschland positive Wirkung zeigen.

Last but not least sind die Anleger über ihre offiziellen und informellen Zusammenschlüsse dabei, das Thema Corporate Governance durch Definition eigener Vorstellungen einzufordern. In Deutschland sind das u. a. der Analystenverband und die DSW. Internationale Bemühungen, an denen auch deutsche Experten beteiligt sind, sind unter anderem im Euro-

päischen Investmentverband und in Ad-hoc-Netzwerken der größten internationalen Investoren festzustellen. Schon durch die bisherigen Ergebnisse wird unterstrichen, dass das veränderte Gewicht der Investoren inzwischen in der Lage ist, positive Entwicklungen für die Unternehmen, ihre Gesellschafter und die übrigen Stakeholder nicht nur anzustoßen, sondern sie auch zu verwirklichen.

5. Fazit: Corporate Governance in Deutschland - ein Zug in voller Fahrt

Die intensive Beschäftigung mit Corporate Governance ist kein Selbstzweck: Es gibt handfeste Gründe, warum sich die Auseinandersetzung mit diesem Thema und die Umsetzung für die Unternehmen und die Investoren lohnt.

Die Erfahrungen in der Verfolgung von langfristigen Shareholder-Value-Konzepten in Deutschland belegen, dass Veränderungen im Kapitalmarkt intensive Anstrengungen und Zeit brauchen, um nennenswerte Fortschritte zu erzielen. Betrachtet man allerdings die relativ kurze Zeitspanne seit der Intensivierung des Themas, so sind gegenüber der Durchsetzung des Shareholder-Value-Konzepts deutliche Zeitfortschritte festzustellen. Das Zusammenwachsen der Kapitalmärkte und die nahezu selbstverständliche Erwartung aller Stakeholder in Deutschland bezüglich höherer Transparenz haben bereits bewirkt, dass der „Corporate-Governance-Zug“ in „guter Fahrt auf freier Strecke“ ist. Dementsprechend sollten sich deutsche Unternehmen proaktiv verhalten. Es gilt, die noch gegebenen Vorteile eines „first movers“ mit entsprechenden Positivwirkungen für die Eigenkapitalkosten bzw. das Standing im Kapitalmarkt und bei anderen Stakeholdern ohne Verzug zu sichern.

XI. Corporate Governance – Minimum Expectations in a Global Context

John Plender, Financial Times

Let me start, if I may, by telling you a little about the Anglo-American experience of corporate governance.

Less than a decade ago corporate governance was still something of a novelty in Britain. It was also regarded as a needless irritation by many leading industrialists.

They had enjoyed a regime of managerial autonomy interrupted only occasionally by genuine accountability. At many of the largest companies the governance principles were modelled on what really amounted to benign despotism.

So after the publication of the Cadbury Report on corporate governance in December 1992 - the seminal step that really kick-started the British corporate governance movement - directors of British industry and commerce suffered a traumatic shock.

No one had previously commented much on the structure of their board, on the quality and independence of non-executive directors, and standards of disclosure and the rest. Suddenly criticism was being levelled at the bosses by institutional shareholders, independent consultants and others.

In short, they found themselves accountable to outside shareholders in a more meaningful, structured way. It all felt like a terrible imposition.

Much the same was true in the US. If you talk to people at CalPERS, the biggest US state pension fund, they were worried in the second half of the 1980s about underperformance at several of America's biggest companies.

One of the biggest worries was General Motors. When CalPERS first approached the company to establish a dialogue about its performance, the response was as blunt as it could be. The people at GM wouldn't even answer the fund's phone calls.

But the sheer weight of institutional voting power together with legislative reform designed to empower shareholders changed the situation. Today shareholder activism is rife in the US and CalPERS is one of many institutions that publishes an annual hit list of underperforming companies - a hit list.

Today the governance movement is becoming increasingly global, which is why we are here. And it is changing in a fundamental respect. As investment institutions and companies become used to the disciplines of

good governance they no longer regard it as a superfluous irritation. They no longer see it as a tedious matter of hygiene, a mere compliance process. They recognise that good corporate governance adds value.

Why the change?

The first reason is the Asian crisis. Now of course this was primarily about exchange rate mismanagement, the weakness of financial systems and so forth. But it was also clear that Asian companies were short of equity; and equity is a profoundly stabilising feature in any financial system.

Because companies in the region operated predominantly on the family model, and because family entrepreneurs like to retain control of their companies, everyone kept the equity base narrow in order to retain control. So companies were more vulnerable to a downturn.

And in many countries family control and high borrowing were part of a deal with politicians. The borrowings were provided by banks which operated as an arm of government industrial policy regardless of prudence and profit - and often at the expense of outside shareholders.

When international capital pulled out, these vulnerabilities became apparent. A crony capitalism that had worked well in the past suddenly turned out to be a very flawed model. Investors recognised that poor adherence to the principles of sound corporate governance carried a high cost.

One result was that the IMF and World Bank started to incorporate corporate governance into their programmes for crisis-hit countries. This pressure encouraged governments in Asia to improve companies and securities legislation.

The Asian crisis also added to the impetus for better governance elsewhere. The OECD and other bodies produced governance principles. Developing countries and people in the transition economies woke up to a fundamental truth.

In a global market for capital, good governance is a key to gaining access to capital and to reducing its cost. In other words governance can be fundamental to competitive advantage.

It was not just the Asian crisis that brought about this perception. Many of you have, I'm sure, seen the surveys by McKinsey of institutional investors on this score. What they show is that investors are prepared to pay a premium for companies with good governance.

Now you can quarrel with McKinsey's attempt to quantify precisely the premia that investors are prepared to pay for good governance in a given country. But it is harder to quarrel with the general idea behind the survey.

As you look at markets around the world, the idea of premia and discounts for good and bad corporate governance makes obvious sense. To take the most egregious case in the global markets, the reason why Gazprom in Russia has such an absurdly low valuation relative to other energy companies is that investors worry that their capital will be misappropriated by the management. The low valuation of many Latin American emerging markets reflects similar fears.

And if you look at the McKinsey numbers you will also see the implicit message that valuations in continental Europe suffer from a corporate governance discount relative to the UK and US. That, too, seems logical, given what we know of the way management treats shareholders in those respective markets.

Now corporate governance should not be oversold. It is clearly just one factor among many that affects corporate performance. But it is manifestly good for investors where it mitigates the principle-agent problem that arises where ownership is divorced from control.

In Russia and parts of Asia the governance issue is largely about protection from robbery of various kinds. It's about preventing loot and plunder. In the developed world I suspect one of its most beneficial impacts is inherently unquantifiable: good governance will reduce the number of corporate accidents in a downturn.

But the best indication of the value-creating potential in good governance lies in the growth of shareholder activism. Alastair Ross Goobey's presence here today is an indication of that. Hermes now runs activist funds on a cross-border basis and has gained the support of big investors like CalPERS because such investors know that good governance pays dividends.

Alastair was helped in setting up his focus funds by Bob Monks, the American shareholder activist. Monks's Lens fund has demonstrated over several years that it is possible to buy into underperforming companies and change management and change governance practice to the benefit of shareholders. The record is one of consistent outperformance relative to the market.

The underlying principles are applicable wherever the capital markets operate relatively freely. Good governance also provides companies with some protection against predatory attention. And if you want access to capital at a competitive price, you have to obey certain universal rules. That reality applies not just to companies but to governments.

Some of you will have observed the shareholder campaign at the privatised French company called Eramet. This company was required by the French government, while it still held a minority stake, to hand over some of its assets in settlement of a political issue that related to France's relations with New Caledonia.

This transfer of assets was not in the outside shareholders' interests. US and UK shareholders used their voting rights and their lobbying power to persuade the French government to backdown. What convinced the government was the argument that all future privatisations would suffer from a discount if outside shareholders were treated unfairly in this way.

Obviously this discipline is not always welcome. It involves a transfer of power and value from insiders to outsiders, from managers to owners, or in the case of Eramet, from government to owners.

But if you are in a financial crisis, as many Asian countries have been, the price has to be paid. Even if you are not in a financial crisis, you have to ask whether long run competitiveness might be affected by a higher cost of capital than you might otherwise enjoy.

As corporate governance becomes a global, cross-border phenomenon, the big question is whether we are seeing a process of convergence on common ground or whether there is a shift to an Anglo-American governance standard.

Clearly a very large percentage of global portfolio funds in the equity markets are from the US or UK. Because of their tradition of funded pensions provision, more of their savings take the form of equity. They also put more faith in portfolio diversification than others.

It is inevitable, with this preponderance of capital, that American and British investors will pay more for the kind of governance that they feel works most effectively. In practice, that means a model in which corporate control rights are left firmly in the hands of shareholders rather than a wider group of stakeholders.

But at the same time it is also very striking that the electorates of the developed world and the representatives of stakeholders groups that work through non-governmental organisations are demanding stakeholder accountability. And where this is lacking, business lacks societal legitimacy.

So there is political pressure for the global corporate sector to move in a governance direction that has more in common with the German model than the British or American. So what kind of convergence is likely to happen? More important, what kind of convergence is desirable?

It seems to me that we will not have global convergence on the most fundamental issue: the purpose of the company. In some countries, such as Germany, the law imposes a social dimension on corporate behaviour. In others such as the UK, the duties of company directors are expressed in terms of the primacy of the shareholder interest.

The issue is how to obtain proper accountability in pursuit of these different corporate objectives. Different board structures and boardroom

practice are entirely acceptable if they serve to deliver on those differing objectives.

That said, I believe that there are certain principles of governance that are universal. Shareholder protection is one obvious one. Transparency is another. Independent audit another.

Thereafter, convergence will come from both sides of the spectrum. In the UK, for example, I sit on the government's Company Law Review. We were asked to rethink company law from the beginning and to advise the government on how stakeholders' interests should be reflected in a new Companies Act.

We came to the conclusion that taking into account the stakeholders' interests was important in a modern society. But in a British context, given British traditions and managerial culture, we concluded that worker representation on German-style boards was not the way forward for us.

We also felt that accountability to stakeholders posed big problems of enforceability for the law. So we arrived at a compromise. We suggested that control rights should be left in the hands of shareholders, that the directors' duties should be primarily to the shareholders, but that we should have improved disclosure to stakeholders.

Our definition of directors' duties also makes more specific statements about the responsibility to stakeholders than under existing company law.

But having said all that, it seems to me that there is no escape from the fact that a majority of the capital swilling around the global system is Anglo-American managed or influenced. And Anglo-American governance standards are the de facto standards of the global markets.

It is also true that Anglo-American takeover practice is being more widely adopted around the world. That, by definition, places more power in the hands of shareholders than hitherto. In the case of hostile takeovers, it gives them the right to choose between competing managements on the question of who should be entrusted with the stewardship of the company.

That reality was well reflected in the report of the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance to the OECD – the report that provided the basis for the OECD's governance principles. The report said:

“As regulatory barriers between national economies fall and global competition for capital increases, investment capital will follow the path to those corporations that have adopted efficient governance standards, which include acceptable accounting and disclosure standards, satisfactory investor protections and board practices designed to provide independent, accountable oversight of managers.”

From this, I believe that we can arrive at some forecasts. First, in countries where historically the shareholder interest has been arrogantly treated by management, things will continue to change – the only question is how fast.

In a country like Japan, where the phrase corporate governance is regarded as a malodorous American import, financial crisis will be the lever for change, as I mentioned earlier. In continental Europe, it is the combined impetus of capital market liberalisation stemming from the Single Market programme, together with the growth of takeovers, that will provide the main spur to change.

All around us, there are new developments on the governance front which are transforming corporate behaviour. Look at the way, for example, that American arbitrageurs are becoming a catalyst for changes of management and ownership. The New York arb, Guy Wiser-Pratte, has just done something that would have been unthinkable until recently, by leading minority shareholders at the French retailer Groupe Andre in replacing top management.

The Vodafone-Mannesmann takeover here in Germany was new not just in bringing the cross-border hostile takeover to continental Europe. It was fought on fairness principles that were more exemplary than those that apply in the US and UK.

Some irony.

Another development that will probably be imported from the US into Europe is private investor activism via the internet. In Germany you already have activists like Professor Wenger. But the internet empowers such activism by making it easier for the private investors to coordinate their protests in a collective.

The model I am thinking of is provided by e-Raider in the US. This started when a couple of business academics were annoyed by a particularly egregious case of value destruction at a company in which they had invested. They contacted other private investors via the internet and managed to extract useful information from the management that had previously been withheld from them.

Maybe you will tell me that this is already happening here in Germany. I think it is something that will definitely spread.

All these things have tended to promote the shareholder interest. But the activist process is not all in the same direction. Trade union funds are also making their presence felt. The US, UK and Australian unions have recently been involved in putting shareholder resolutions against boards at Rio Tinto and BP-Amoco. The shareholder resolutions were being used, in effect, to promote stakeholder interests.

But these resolutions did not succeed. And I would argue that there is a risk that global capital will be too insensitive to stakeholder interests in future – that much of the value in the German model, for example, in terms of the ability to confer legitimacy on the operations of capitalism, may be lost.

That is worrying, because if we look at events in Seattle and Prague, we know that there is a legitimacy problem. Davos man delivers great benefits to the world economy, but the world does not trust him. So while the immediate challenge for corporate governance lies in improving economic performance by applying healthy disciplines to management, there is a wider political challenge that needs to be met.

If we forget the political dimension to the global debate on corporate governance, we will create much trouble for ourselves in the future.

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT



Deutsches Aktieninstitut e.V.
Börsenplatz 5 60313 Frankfurt am Main
Tel. (069) 92915-0 Fax (069) 92915-11
E-Mail dai@dai.de Internet <http://www.dai.de>

