

**Keywords:**

Corporate Governance

DCGK

Investor

Aufsichtsrat

Hauptversammlung

## ANALYSE

# Corporate Governance im Spannungsfeld von Investoren- erwartungen und Kodexreform

Von WP Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher<sup>1</sup>

*In seiner im Jahr 1918 erschienenen Schrift „Vom Aktienwesen“ sprach Walther von Rathenau „von der Substitution des Grundes, die hinsichtlich der Eigentümer des Unternehmens stattgefunden hat, von den Satzungen der Beteiligten und ihren diametral entgegengesetzten Interessen und von der Lage der Verwaltung inmitten dieser Konflikte.“ (von Rathenau, Vom Aktienwesen, Berlin 1918, S. 29). Ging es Rathenau um das Verhältnis zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären und beider Gruppen zur Verwaltung, so vollziehen sich heute ebenso weitreichende Veränderungen im Verhältnis zwischen institutionellen Investoren und Aufsichtsrat.*

Als vor einem Jahr bei drei DAX-Gesellschaften die Mehrheit der Aktionäre in der Hauptversammlung gegen die Billigung des Systems der Vorstandsvergütung nach § 120 Abs. 4 AktG gestimmt hat, wurde deutlich, dass institutionelle Investoren zu elementaren Fragen der Corporate Governance vom Aufsichtsrat abweichende Vorstellungen haben und auch gewillt sind, diese durchzusetzen. Obgleich das Votum zum Vergütungssystem unverbindlich ist, haben alle drei Gesellschaften ihre Systeme überarbeitet und in diesem Jahr erneut zur Abstimmung gestellt.

Nicht zuletzt dieses Beispiel sollte Anlass sein, den Status Quo des Zusammenspiels zwischen den Ansprüchen institutioneller Investoren an gute Unternehmensführung und der Praxis der Corporate Governance zu hinterfragen

und zu beleuchten, welche Rolle der Deutsche Corporate Governance Kodex hierbei spielt. Welche Bedeutung hatte der Kodex bei den genannten Hauptversammlungsbeschlüssen? Was folgt daraus für die Zukunft des Kodex?

Der Deutsche Corporate Governance Kodex „hat zum Ziel, das deutsche Corporate Governance System transparent und nachvollziehbar zu machen. Er will das Vertrauen der internationalen und nationalen Anleger, der Kunden, der Mitarbeiter und der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften fördern.“<sup>2</sup>

Der Kodex soll das internationale Anlegern häufig weniger vertraute duale Führungssystem mit der institutionellen Trennung von Leitung (Vorstand) und Überwachung

<sup>1</sup> Der Text geht auf einen Vortrag zurück, den der Verfasser am 22.02.2018 im Rahmen einer Veranstaltung der ValueTrust Financial Advisors SE in München gehalten hat. Der Text gibt ausschließlich die persönliche Auffassung des Autors wieder. <sup>2</sup> Präambel Abs. 1 DCGK.



(Aufsichtsrat) und der Mitbestimmung im Aufsichtsrat verständlich machen.<sup>3</sup> Die Bedeutung dieser „Kommunikationsfunktion“ wird nicht bestritten.

Die zweite Aufgabe des Kodex ist es, „international und national anerkannte Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung“<sup>4</sup> als Empfehlungen und Anregungen darzustellen bzw. „durch die Aufnahme national und international bewährter Best Practices in das Regelwerk die Qualität der Corporate Governance deutscher Unternehmen (weiter) zu verbessern.“<sup>5</sup> Nicht zuletzt nach dem Abstimmungsverhalten zu „Say on Pay“ im vergangenen Jahr<sup>6</sup> stellt sich die Frage, ob der sogenannten Ordnungsfunktion des Kodex nicht mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden sollte. Worin bestehen aktuell die „international und national anerkannte(n) Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung“ und inwiefern sollten diese im Kodex vorkommen?

Unter Corporate Governance werden Regeln für den Vorstand und den Aufsichtsrat verstanden, die dazu beitragen sollen, dass die Gesellschaft im Unternehmensinteresse geführt wird. Das Unternehmensinteresse besteht in den Belangen der Aktionäre, der Arbeitnehmer und der sonstigen mit dem Unternehmen verbundenen Gruppen (Stakeholder) mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung.<sup>7</sup> Bei den Regeln der Corporate Governance geht es um Legalität und Legitimität, Checks and Balances, Anreize für eine nachhaltige Wertschöpfung, Verantwortlichkeit gegenüber den Stakeholdern und der Öffentlichkeit und um Transparenz hinsichtlich der finanziellen Entwicklung, der Corporate Governance und zunehmend auch der Corporate Social Responsibility.

Auf Corporate Governance kommt es an, weil Unternehmen auf Vertrauen angewiesen sind. Dementsprechend hat der Deutsche Corporate Governance Kodex die Aufgabe, das Vertrauen der Anleger, der Kunden, der Mitarbeiter und der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen zu fördern.<sup>8</sup> Dass es um das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung der Unternehmen nicht zum Besten steht,

lässt sich an der öffentlichen Debatte über Abgaswerte oder Managergehälter erkennen.

Das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung der Unternehmen berührt am Ende die „License to operate“, das heißt die rechtlichen und faktischen Freiräume, die das Unternehmen genießt. Was zur Beförderung der Urteilskraft, zu Checks and Balances, zu adäquaten Anreizmechanismen, zu verantwortlichem Handeln und zu einer angemessenen Transparenz beiträgt, reduziert nicht nur das Risiko von Fehlentwicklungen in den Unternehmen, sondern trägt auch zum Vertrauen der Öffentlichkeit in das Handeln von Vorstand und Aufsichtsrat bei. In der Bevölkerung verbreitet wahrgenommene Missstände rufen dagegen über kurz oder lang die Politik auf den Plan.

Institutionelle Investoren, vor allem passiv verwaltete Investmentfonds, die sogenannten Indexfonds, interessieren sich zunehmend für die konkrete Corporate Governance in den Unternehmen.<sup>9</sup> Dies zeigt sich im Aufbau von „active ownership practices“, denen die aktive Ausübung der Eigentumsrechte obliegt. Hintergrund für diese Entwicklung ist zunächst das Volumen, mit dem Indexfonds wie Blackrock, Vanguard, State Street oder Lyxor auch bei deutschen Emittenten investiert sind. Wer einen Index nachbildet, kann schließlich nicht „mit den Füßen abstimmen“, sondern muss sich einmischen, wenn er etwas an der Corporate Governance auszusetzen hat. Auch aktive Investoren sehen den Nutzen von Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung für die Performance ihrer Investments und entwickeln ebenso dezidierte eigene Vorstellungen zur Corporate Governance, legen diese ihrem Abstimmverhalten in den Hauptversammlungen zugrunde bzw. nehmen zu Vorschlägen der Unternehmen auch außerhalb von Hauptversammlungen Stellung.

Die „international anerkannten Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung“, auf die in der Präambel des Kodex Bezug genommen wird, finden sich deutlich weniger im Kodex als in den Voting Guidelines der Investoren und der Stimmrechtsberater.<sup>10</sup> Die drei DAX-Gesellschaften, bei denen die Hauptversammlung im

<sup>3</sup> Vgl. v. Werder, in: Kremer u. a., Kodex-Kommentar, 7. Aufl., München 2018, Rn. 102. <sup>4</sup> Präambel Abs. 1 DCGK. <sup>5</sup> V. Werder, a.a.O. (Fn. 3), Rn. 103. <sup>6</sup> Die Zustimmungsquote bei allen acht DAX-Gesellschaften, die ihr System im Jahr 2017 zur Abstimmung gestellt haben, betrug insgesamt nur 66 Prozent; bis zum Jahr 2015 bewegten sich die Zustimmungsquoten noch um 90 Prozent; nach einer Studie von hkp group und IPREO, 2017, über „Say-on-Pay: Which way does the coin flip? (www.hkp.com; Abruf: 26.04.2018). <sup>7</sup> Vgl. Ziffer 4.1.1 DCGK. <sup>8</sup> Vgl. Präambel Abs. 1 DCGK. <sup>9</sup> Vgl. Bioy, Passive Firm Take Active Approach to Stewardship (www.morningstar.com; Abruf: 26.04.2018). <sup>10</sup> Deshalb wird auch vom „Schattenregime“ der Stimmrechtsberater gesprochen; vgl. Kramarsch, Stimmrechtsberater als Schattenregime, Börsenzeitung vom 17.06.2017; Schneider, „Schattenregime“ der Stimmrechtsberater, Börsenzeitung vom 16.12.2017.

vergangenen Jahr die Zustimmung zum System der Vorstandsvergütung verweigert hat, sind sämtlichen 27 Kodex-Empfehlungen zur Vorstandsvergütung gefolgt. Zum Overboarding als weiteres Beispiel findet sich im Kodex für Aufsichtsräte, die nicht zugleich dem Vorstand einer börsennotierten Gesellschaft angehören, lediglich die Aussage, dass für die Wahrnehmung von Aufsichtsratsmandaten genügend Zeit zur Verfügung zu stehen habe.<sup>11</sup> International üblich ist dagegen eine Begrenzung der Höchstzahl der Aufsichtsratsmandate pro Person. Auch in der Frage der Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern bleibt der Kodex bislang deutlich weniger konkret als die großen institutionellen Investoren und die Stimmrechtsberater.

Der Gesetzgeber war gut beraten, nur die Eckpfeiler guter Corporate Governance selber zu regeln, die Details aber der Selbstregulierung zu überlassen und dazu die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex ins Leben zu rufen. Die Selbstregulierung kann indes nur dann funktionieren, wenn die Regierungskommission die Standards setzt, auf die es aus der Sicht möglichst vieler Stakeholder wirklich ankommt. Sonst bleibt es bei einem unüberschaubaren Nebeneinander von gesetzlich legitimiertem Kodex (§ 161 AktG) einerseits und einer Vielzahl von Voting Guidelines der großen institutionellen Investoren und der Stimmrechtsberater andererseits. Und über das Gewicht der Voting Guidelines im Vergleich zum Kodex braucht nicht diskutiert zu werden. Effizienter wäre es für alle Beteiligten, wenn wir wieder zu einem Standard zurückkehren und die Investoren in großer Zahl den Kodex akzeptieren würden. Es würde die Unklarheiten über die Frage, was nun Best Practice ist, bei den Unternehmen und in der Öffentlichkeit ausräumen. Darüber hinaus könnten Kosten und Mühen bei den Unternehmen wie auch bei den Investoren gespart werden.

Damit soll keinesfalls einer unkritischen Übernahme von Standards aus Voting Guidelines von Investoren oder Stimmrechtsberatern das Wort geredet werden. Was Best Practice ist, darf nicht aus dem Blickwinkel einer Anspruchsgruppe allein bewertet werden. Vielmehr muss jede einzelne zur Debatte stehende Regel zunächst daraufhin geprüft werden, ob sie mit dem deutschen Corporate-Governance-System in Einklang steht. Weiterhin muss sorgfältig darauf geachtet werden, inwieweit es sich bei den diskutierten Regeln tatsächlich um Best Practices

handelt, ihre Anwendung also dem Unternehmensinteresse dient und einen Beitrag zur nachhaltigen Wertschöpfung verspricht.

Damit ist aufgezeigt, worum es bei der anstehenden Überprüfung des Kodex vor allem gehen soll, nämlich den Kodex noch relevanter zu machen. Hierbei stehen zunächst die Empfehlungen zur Vorstandsvergütung und zur Unabhängigkeit im Aufsichtsrat im Vordergrund. Daneben soll die Lesbarkeit des Kodex verbessert werden, indem auf die Wiedergabe kleinteiliger, für das Verständnis des deutschen Corporate-Governance-Systems unkritischer gesetzlicher Bestimmungen verzichtet wird und Empfehlungen entfallen, denen weder Unternehmen noch Investoren eine größere Bedeutung beimessen. Schließlich könnte der Lesbarkeit auch ein Aufbau des Kodex dienen, der sich an den einzelnen Funktionen der Leitung und Überwachung der Unternehmen orientiert.

**Die anstehende Überprüfung des Deutschen Corporate Governance Kodex soll vor allem dazu genutzt werden, ihn für die Stakeholder noch relevanter zu machen.**

Die im Jahr 2017 den Hauptversammlungen zur Abstimmung gestellten Vergütungssysteme wurden in verschiedenen Punkten beanstandet. Schwierige Verständlichkeit der Vergütungsberichte, mangelnder Zusammenhang von Vergütung und Leistung und das Fehlen von Claw-back-Klauseln waren häufige Kritikpunkte.

Natürlich kann kein Kodex ablehnende Voten ausschließen. Aber er kann in einer Neufassung durch Best-Practice-Erfahrungen des Marktes einen wichtigen Beitrag leisten. Daher sollten die Grundsätze für die Bezüge der Vorstandsmitglieder nach § 87 AktG in einer Neufassung des Kodex weiter konkretisiert werden. Das gilt für die Bestimmung der Höhe und Struktur der Zielvergütung jedes einzelnen Vorstandsmitglieds und die Ausgestaltung der kurz- und langfristigen variablen Vergütung, mit der die richtigen Anreize gesetzt werden sollen, wie auch für verwandte Fragen, etwa der nach der Möglichkeit der Rückforderung einer ausgezahlten variablen Vergütung (Claw-back).

<sup>11</sup> Ziffer 5.4.5 Abs. 1 Satz 1 DCGK.



Die Aktionärsrechterichtlinie 2017 gibt den Mitgliedstaaten die Wahl, die in Art. 9a geforderte Abstimmung über die Vergütungspolitik verbindlich oder lediglich mit empfehlendem Charakter auszustatten. Bei dieser Wahl ist zu berücksichtigen, dass das als unverbindliches „Say on Pay“ ausgestaltete Votum zum Vergütungssystem nach § 120 Abs. 4 AktG bereits faktisch bindende Wirkung hat. Die Aufsichtsräte können es sich schlicht nicht erlauben, ein negatives Votum zu ignorieren. Inwieweit es zukünftig in den Vergütungsberichten noch der Mustertabellen zu Ziffer 4.2.5 Abs. 3 DCGK bedarf, hängt von der Transformation von Art. 9b der Aktionärsrechterichtlinie ab.

Dem Aufsichtsrat soll eine nach seiner Einschätzung angemessene Anzahl unabhängiger Mitglieder angehören (Ziffer 5.4.2 DCGK). Dadurch soll eine am Unternehmensinteresse ausgerichtete Überwachung sichergestellt werden. Die Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder, die einem potentiellen Interessenkonflikte unterliegen, bei denen es mit anderen Worten zu einem Loyalitäts- oder Rollenkonflikt kommen kann, soll begrenzt werden.<sup>12</sup>

Potentielle Interessenkonflikte können sich für Aufsichtsratsmitglieder aus einer Nähe zum Vorstand, aus einem Eigeninteresse (z.B. als Kunde, Lieferant, Kreditgeber), aus der Stellung als kontrollierender Aktionär und nach unter institutionellen Investoren herrschender Auffassung auch aus der Dauer der Zugehörigkeit zum Aufsichtsrat ergeben. Die Frage der Unabhängigkeit stellt sich nur für die Aktionärsvertreter, denn nur diese werden auf Vorschlag des Aufsichtsrats von der Hauptversammlung gewählt. Für die Wahl der Arbeitnehmervertreter gelten die Regelungen der Mitbestimmungsgesetze.

International üblich ist, dass die Definition der Unabhängigkeit mit einem Katalog konkreter Tatbestände verbunden wird, die die Unabhängigkeit ausschließen (so z.B. The Dutch Corporate Governance Code 2016, Best Practice Provision 2.1.8<sup>13</sup>), die eine widerlegbare Vermutung (so z.B. The UK Corporate Governance Code 2016, Provision B.1.1<sup>14</sup>) oder lediglich Indikatoren für fehlende Unabhängigkeit darstellen, die einer pflichtgemäßen Würdigung unterliegen (so z.B. King IV Report on Corporate Governance for South Africa 2016, Part 5.3, Recommended Practice 28<sup>15</sup>). Meines Erachtens ist der Indikatorenlösung der Vorzug zu geben, weil es sich bei der Einschätzung der Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern zwangsläufig

um eine subjektive Beurteilung handelt. Die Katalogkriterien können dazu eine Hilfestellung leisten, die Ausübung pflichtgemäßen Ermessens aber nicht ersetzen.

Sodann stellt sich die Frage nach den Konsequenzen aus fehlender Unabhängigkeit. Hierzu gehört keinesfalls, das betreffende Aufsichtsratsmitglied als eines zweiter Klasse zu betrachten. Dies wäre schon deshalb abwegig, weil die Unabhängigkeit nur eine von mehreren Anforderungen an Aufsichtsratsmitglieder darstellt, darunter vor allem die fachliche Kompetenz. Nach international gebräuchlichen Standards gibt es eine Mindestanzahl unabhängiger Mitglieder und sind nicht unabhängige Mitglieder von bestimmten Funktionen im Aufsichtsrat ausgeschlossen. Für beide Fragen sollte nach Vorstandsunabhängigkeit einerseits und Unabhängigkeit von einem kontrollierenden Aktionär unterschieden werden.

Der Zeitplan für eine Kodex-Reform muss mit dem Zeitplan für die Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie 2017 in das deutsche Recht in Einklang stehen. Ein geänderter Kodex sollte in zeitlicher Nähe mit dem Inkrafttreten des Umsetzungsgesetzes (spätestens am 10.06.2019) wirksam werden. Dies folgt bereits aus der Überschneidung der heutigen Kodex-Empfehlungen mit den zu erwartenden zukünftigen gesetzlichen Vorgaben zur Vergütungsberichterstattung. Das bedeutet, dass das bewährte Konsultationsverfahren zu Beginn des Jahres 2019 stattfinden müsste. Der neue Kodex sollte danach eher erst nach fünf als bereits nach zwei Jahren wieder überarbeitet werden müssen.

» DOC-ID: W1008261



» Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher

Mitglied des Aufsichtsrats der Continental AG, der Covestro AG und der ProSiebenSat.1 Media SE  
Vorsitzender der Regierungskommission  
Deutscher Corporate Governance Kodex

<sup>12</sup> Vgl. Kremer, a.a.O. (Fn. 3), Rn. 1369. <sup>13</sup> Vgl. [www.mccg.nl](http://www.mccg.nl) (Abruf: 26.04.2018). <sup>14</sup> Vgl. [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk) (Abruf: 26.04.2018). <sup>15</sup> Vgl. <https://c.yecd.com> (Abruf: 26.04.2018).