

Band 75

Philip-Christian Ebeling

# Corporate Governance kapitalmarktorien- tierter Immobilien- gesellschaften

Anspruch und Umsetzung



International Real Estate Business School  
Universität Regensburg

## Schriften zu Immobilienökonomie und Immobilienrecht

Herausgeber:

IRE|BS International Real Estate Business School

Prof. Dr. Sven Bienert

Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel

Prof. Dr. Kristof Dascher

Prof. Dr. Dr. Herbert Grziwotz

Prof. Dr. Tobias Just

Prof. Gabriel Lee, Ph. D.

Prof. Dr. Kurt Klein

Prof. Dr. Jürgen Kühling, LL.M.

Prof. Dr. Gerrit Manssen

Prof. Dr. Dr. h.c. Joachim Möller

Prof. Dr. Wolfgang Schäfers

Prof. Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS

Prof. Dr. Steffen Sebastian

Prof. Dr. Wolfgang Servatius

Prof. Dr. Frank Stellmann

Prof. Dr. Martin Wentz

Ebeling, Philip-Christian

Corporate Governance kapitalmarktorientierter  
Immobilien-gesellschaften - Die Umsetzung des  
Corporate Governance Kodexes in der Praxis -  
eine empirische Studie

## **Die Deutsche Bibliothek – CIP Einheitsaufnahme**

### **Ebeling, Philip-Christian**

Corporate Governance kapitalmarktorientierter Immobiliengesellschaften - Die Umsetzung des Corporate Governance Kodexes in der Praxis - eine empirische Studie

Regensburg: Universitätsbibliothek Regensburg 2015

(Schriften zu Immobilienökonomie und Immobilienrecht; Bd. 75)

Zugl.: Regensburg, Univ. Regensburg, Diss., 2015

ISBN 978-3-88246-349-1

ISBN 978-3-88246-349-1

© IRE|BS International Real Estate Business School, Universität Regensburg

Verlag: Universitätsbibliothek Regensburg, Regensburg 2015

Zugleich: Dissertation zur Erlangung des Grades eines Doktors der

Wirtschaftswissenschaften, eingereicht an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Universität Regensburg

Tag der mündlichen Prüfung: 20. Januar 2014

Berichterstatter: Prof. Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS  
Prof. Dr. Klaus Röder

## Geleitwort

Corporate Governance Kodizes haben sich sowohl im angelsächsischen Raum als auch in Deutschland breit etabliert. Gleichwohl oder auch gerade deshalb hält mehr als zehn Jahre nach der Gründung der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex die Debatte über Sinn und Funktion dieser Regelwerke an. Aufgrund der Besonderheiten von Immobilien wurde wenige Monate nach der Verabschiedung des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) im Frühjahr 2002 die „Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V.“ (CGKI) im Herbst desselben Jahres ins Leben gerufen, die sich als Ziel gesetzt hat, „Grundsätze einer transparenten und professionellen Unternehmensführung in der Immobilienwirtschaft zu erarbeiten und zu etablieren“. Der Corporate Governance Diskurs ist in der deutschen Immobilienwirtschaft nicht zuletzt deshalb ein zentrales Thema, weil Immobilien ein sehr heterogenes Produkt darstellen und die Branche immer noch Transparenzmängel aufweist. Die vorliegende Arbeit leistet hier einen wertvollen Beitrag, anhand des Umsetzungsgrades des DCGK bzw. des CGKI in der Immobilienwirtschaft zur weiteren Verankerung der Governance Bewegung in diesem Bereich beizutragen und so ihre Zukunftsfähigkeit zu stärken.

Die Dissertationsschrift schließt an zwei Arbeiten von ehemaligen wissenschaftlichen Mitarbeitern an (Christian Kolb 2007, Nicolas Kohl 2009). Sie untersucht, inwieweit die analysierten Immobilienunternehmen ihr Handeln an dem Deutschen Corporate Governance Kodex beziehungsweise seinem immobilienpezifischen Pendant ausrichten. Eine solche Untersuchung des Umsetzungsgrades liegt bisher nicht vor. Der Autor ordnet den Governancebegriff in das umfassendere Feld auf Selbstverpflichtung beruhender Regulierungen ein und zeichnet gelungen die historische Entwicklung der Regulierung von Aktiengesellschaften im angelsächsischen Raum und in Deutschland nach. Die Arbeit untersucht sodann empirisch, inwieweit Corporate Governance Teil der Unternehmenskultur der analysierten kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen ist, d.h. welche Vorgaben des Kodexes umgesetzt werden, welche Bestandteile keine oder nur wenig Berücksichtigung in der Praxis finden und zu welchen die Unternehmen keine Angaben machen. Die Untersuchung beschränkt sich dabei auf kapitalmarktorientierte Immobilienunternehmen, die in ihren Veröffentlichungen erklären, den DCGK bzw. den CGKI zu befolgen, und ermittelt mit einem selbstentwickelten Scoring-System, inwieweit die Unternehmen den Corporate Governance Kodex umgesetzt haben. Die Dissertationsschrift liefert wichtige empirische Ergebnisse, verdeutlicht jedoch auch die Grenzen der quantitativen Untersuchung eines so komplexen Phänomens wie Governance.

Die Ergebnisse des empirischen Teils der Untersuchung wurden in qualitativen Interviews von ausgewählten Entscheidungsträgern aus dem Bereich der Immobilienwirtschaft und wichtigen Experten aus dem CG-Bereich diskutiert und interpretiert und es zeigt sich in der Tat eine hohe Übereinstimmung zwischen den quantitativen Verteilungen und den qualitativen Aussagen.

Herr Ebeling schließt mit einer komparativen Betrachtung des DCGK bzw. CGKI auf der einen Seite und wichtiger internationaler immobiliennaher Kodizes (RICS, EPRA, INREV, NAREIT, IRES, ARES und ERES) auf der anderen und kommt in der Schnittstelle von empirischer Untersuchung, Experteninterviews und vergleichender Analyse zu interessanten und praxisnahen Ergebnissen,

die sowohl für die kapitalmarktrelevanten Immobiliengesellschaften als auch für Kodexgeber nützlich sind.

Seiner Arbeit ist mit ihrer geglückten Synthese von empirischer Analyse und theoretischer Reflexion eine breite Rezeption im wissenschaftlichen Governance Diskurs, vor allem aber auch in der Praxis der Governancebewegung selbst zu wünschen.

Prof. Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS

## Vorwort

Die Arbeit ist in meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am IREBS Institut für Immobilienwirtschaft, Universität Regensburg entstanden. Schon während meines Studiums mit den Schwerpunkten Immobilienökonomie und Finance & Banking lernte ich meinen Doktorvater kennen und folgte mit Interesse und Gewinn seinen Vorlesungen. Dieses Interesse blieb auch in den folgenden drei Jahren wach, in denen ich als Berater in der Schweiz tätig war und bewegte mich letztendlich dazu, den Schritt zurück an die Universität zu machen und meine Promotion anzustreben.

Die Idee für diese Dissertation entstand aus einer Vielzahl von Gesprächen sowie Doktorandenkolloquien mit meinem Doktorvater, Professoren sowie Gastprofessoren des IREBS Instituts für Immobilienwirtschaft. Prof. Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS, Mitgründer und langjähriges Vorstandsmitglied der „Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V.“, hatte maßgeblichen Anteil an der Ausrichtung und Entwicklung der Arbeit. Ihm als Doktorvater und Herrn Prof. Dr. Klaus Röder als Zweitgutachter gilt mein besonderer Dank. Auch Prof. Dr. Tobias Just, Vorstand der „Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V.“, lieferte mir viele wertvolle Ideen, und in der Zusammenarbeit mit ihm erhielt ich wegweisende Impulse. Dafür auch ihm mein aufrichtiger Dank. Vor allem meinem Doktorandenkollegen Dr. Jan-Willem Olliges habe ich es zu verdanken, dass ich die Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter in Wiesbaden und Regensburg als einen befriedigenden und bildenden Lebensabschnitt in Erinnerung halten werde.

Danken möchte ich auch den zahlreichen Gesprächspartnern, die mir wichtige Denkanstöße gegeben und neue Ideen beigetragen haben: Herrn Reinhart C. Bartholomäi FRICS, Vorsitzender des Ethikausschusses RICS Deutschland, Herrn Olivier Elamine, CEO der alstria office REIT-AG, Herrn Ulrich Höller FRICS, Vorsitzender des Vorstandes der DIC ASSET AG, Herrn Hans Thomas Kessler, Partner bei Herbert Smith Freehills in Frankfurt, Frau Daniela Mattheus, Executive Director bei Ernst & Young, Professor Richard Reed, Deakin University, Melbourne, Australien, Prof. Dr. Wolfgang Schäfers, Lehrstuhl für Immobilienmanagement am IREBS Instituts für Immobilienwirtschaft, Herrn Jörn Stobbe MRICS, Geschäftsführer der Deutschen Asset & Wealth Management für das Immobilienfondsgeschäft und Vorstand der „Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V.“, Herrn Dr. Michael Vogelbacher, Partner der Quissenz GmbH, Herrn Axel von Goldbeck, Sprecher der Geschäftsführung Zentraler Immobilien Ausschuss e.V. (ZIA) und Herrn Dr. h.c. Dolf Weber, Aufsichtsrat, Beirat und Schiedsrichter bei der Clifford Chance Partnerschaftsgesellschaft von Rechtsanwälten und aktueller Vorstandsvorsitzender der Stiftung der Hessischen Rechtsanwaltschaft.

Die folgende Untersuchung hat den Anspruch, den Diskurs um die Bedingungen der Umsetzung des DCGK und des CGKI einen Schritt voranbringen aber auch die Grenzen einer nur kodeximmanenten Diskussion aufzuzeigen sowie Hinweise zu liefern, in welche Richtung jene zu erweitern sei. Es bleibt dem Urteil des Lesers vorbehalten, inwieweit es gelungen ist, diesen Anspruch einzulösen.

Ohne Unterstützung meiner Familie, insbesondere meiner Eltern, meines Onkels und meiner Frau Andrea wäre mir dieses Vorhaben so nicht gelungen. Ihnen widme ich diese Arbeit in tiefempfundener Dankbarkeit.

Philip-Christian Ebeling

## Inhaltsverzeichnis

Geleitwort .....	I
Vorwort .....	III
Inhaltsverzeichnis .....	V
Abbildungsverzeichnis .....	VIII
Tabellenverzeichnis.....	IX
Abkürzungsverzeichnis .....	X
1 Einleitung.....	1
1.1 Ausgangslage .....	1
1.2 Einordnung von Corporate Governance in die Immobilienökonomie.....	4
1.3 Problemstellung.....	6
1.4 Zielsetzung und wissenschaftstheoretische Einordnung.....	8
1.5 Forschungsmethodik.....	10
1.6 Gang der Untersuchung.....	11
2 Einordnung des Themas Corporate Governance .....	15
2.1 Von der Governance zur Corporate Governance.....	15
2.2 Der Begriff Corporate Governance .....	16
2.3 Abgrenzung gegenüber verwandten Termini.....	19
2.4 Das Prinzipal-Agenten Problem .....	24
2.5 Zusammenfassung .....	27
3 Geschichtliche Aspekte der Corporate Governance.....	28
3.1 Die historische Evolution der Aktiengesellschaften und ihrer gesetzlichen Regulierungen .....	28
3.2 Unterschiede zwischen Deutschland und den angelsächsischen Ländern.....	33
3.3 Die Entwicklungen in den USA und Großbritannien ab den Siebzigerjahren.....	36
3.3.1 Hart und ungerecht – gesetzliche Regulierung des Finanzmarkts in den USA....	36
3.3.2 Das Vertrauen auf Selbstregulierung in Großbritannien .....	40
3.3.3 Zwangsregulierung in den USA und Selbstregulierung in Großbritannien und ihre Dynamik .....	42
3.4 Hauptetappen der Entwicklung in Deutschland.....	43
3.4.1 Die Neue-Heimat und Philipp Holzmann .....	43
3.4.2 Die Entstehung des Deutschen Corporate Governance Kodex .....	45
3.4.3 Inhalt des Deutschen Corporate Governance Kodex.....	47



---

3.5	Deutsche immobilienpezifische Corporate Governance .....	48
3.5.1	Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V. ....	49
3.6	Internationale Corporate Governance Kodizes .....	53
3.6.1	Europäische Corporate Governance Kodizes .....	53
3.6.2	Corporate Governance Kodizes in der internationalen Immobilienwirtschaft ....	55
3.6.3	Verbindlichkeitscharakter / Funktion / Form der Regelwerke .....	61
3.6.4	Kommentar zu den verschiedenen Kodizes .....	63
3.7	Zusammenfassung .....	64
4	Die Umsetzung des Corporate Governance Kodexes .....	67
4.1	Deutsche kapitalmarktorientierte Immobilienunternehmen .....	67
4.1.1	Internationale und deutsche Aktienindizes .....	68
4.1.2	Der Deutsche Immobilienaktienindex .....	69
4.1.3	Vergleich DIMAX – Dax .....	72
4.1.4	Auswahl des Samples .....	74
4.2	Untersuchungsmethodik .....	81
4.2.1	Inhaltsanalyse unternehmenseigener Publikationen .....	82
4.2.2	Methodisches Vorgehen .....	83
4.2.3	Interviews mit Entscheidungsträgern .....	86
4.3	Empirische Studie .....	87
4.3.1	Auswertung der einzelnen Unternehmen .....	87
4.3.2	Auswertung der einzelnen Kodexziffern .....	96
4.3.3	Umsetzung der Empfehlungen .....	118
4.3.4	Der Umsetzungsgrad der Immobilienunternehmen im Vergleich zum Umsetzungsgrad der Dax und MDax Unternehmen .....	123
4.4	Zusammenfassung .....	129
5	Der Corporate Governance Kodex in der deutschen Immobilienwirtschaft – Schlussfolgerungen und Ausblick .....	133
5.1	Zur Struktur des Kodex .....	133
5.1.1	Trennschärfe .....	134
5.1.2	Verschlinkung .....	135
5.1.3	Verbindlichkeit und Steuerwirkung des Kodexes .....	139
5.2	Zentrale inhaltliche Punkte der Kodizes .....	141
5.2.1	Vergütung .....	142
5.2.2	Frauenquote .....	148

---

5.2.3	Vielfalt.....	152
5.2.4	Weiterbildung / Ausbildung .....	154
5.2.5	Weitere Punkte.....	157
5.3	Zusammenfassung .....	162
6	Abschließende Bemerkungen .....	163
6.1	Zusammenfassung der Arbeit.....	163
6.2	Grenzen der Arbeit .....	166
6.3	Weiterer Forschungsbedarf .....	167
6.4	Schlussbemerkungen .....	168
	Literatur .....	175
	Anhang .....	198

**Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Haus der Immobilienökonomie .....	6
Abbildung 2: Gliederung der Arbeit .....	14
Abbildung 3: Funktion der Corporate Governance .....	17
Abbildung 4: Prinzipal-Agenten Theorie.....	26
Abbildung 5: Corporate Governance Überwachungsdreieck .....	36
Abbildung 6: Vergleich Dax / E&G-DIMAX (1988-2013) .....	72

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Liste der DIMAX Unternehmen zum 31.01.2011 .....	71
Tabelle 2: Vergleich Dax / E&G-DIMAX .....	73
Tabelle 3: DIMAX Unternehmen nach Marktkapitalisierung.....	76
Tabelle 4: DIMAX Unternehmen nach Handelsvolumen.....	78
Tabelle 5: Umsetzungsgrad des CGKI nach Unternehmen .....	88
Tabelle 6: Aktienkurse der Unternehmen zum 30.12.2010, 30.12.2011 und 28.12.2012 in Euro .....	90
Tabelle 7: Veränderung des Aktienwertes (30.12.2010 / 30.12.2011) und Umsetzungsgrad des CGKI nach Unternehmen .....	91
Tabelle 8: Marktkapitalisierung und Umsetzungsgrad des CGKI nach Unternehmen .....	92
Tabelle 9: Handelsvolumen und Umsetzungsgrad des CGKI nach Unternehmen .....	93
Tabelle 10: Umsetzung der zweiten Kodexziffer des CGKI.....	96
Tabelle 11: Umsetzung der dritten Kodexziffer des CGKI.....	100
Tabelle 12: Umsetzung der vierten Kodexziffer des CGKI.....	103
Tabelle 13: Umsetzung der fünften Kodexziffer des CGKI.....	109
Tabelle 14: Umsetzung der sechsten Kodexziffer des CGKI.....	115
Tabelle 15: Umsetzung der siebten Kodexziffer des CGKI.....	116
Tabelle 16: Abweichquoten von den Empfehlungen des CGKI.....	118
Tabelle 17: Nicht-Befolgingsquoten von den Empfehlungen des CGKI.....	119
Tabelle 18: Schnittmenge der Abweichquoten und Nicht-Befolgingsquoten.....	119
Tabelle 19: Keine-Angabenquoten von den Empfehlungen des CGKI .....	121

## Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AGG	Allgemeines Gleichbehandlungsgesetz
AIG	American International Group
AktG	Aktiengesetz
ALI	American Law Institute
AR	Aufsichtsrat
ARES	American Real Estate Society
BCCG	Berlin Center of Corporate Governance
BCCI	Bank of Credit and Commerce International
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie
BilKoG	Bilanzkontrollgesetz
BilReG	Bilanzrechtsreformgesetz
BPR	Best Practice Policy Recommendations
bzw.	Beziehungsweise
Cap	Capitalization
CDOs	Collateralized Debt Obligations
CDU	Christlich Demokratische Union Deutschlands
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CG	Corporate Governance
CGK	Corporate Governance Kodex
CGKI	Corporate Governance Kodex der deutschen Immobilienwirtschaft
CII	Council of Institutional Investors
CMBS	Collateralized Mortgage Based Securities
COO	Chief Operating Officer
CREM	Corporate Real Estate Management
CSR	Corporate Social Responsibility
Dax	Deutscher Aktienindex
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex

---

DGB	Deutscher Gewerkschaftsbund
DIMAX	Deutscher Immobilienaktienindex
DIX	Deutscher Immobilien Index
DM	Deutsche Mark
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz
D&O	Directors & Officers
ERES	European Real Estate Society
EPRA	European Public Real Estate Association
EU	Europäische Union
E&G	Ellwanger & Geiger Privatbankiers
FDCI	Federal Deposit Insurance Corporation
FHMC	Federal Home Loan Mortgage Corporation
FidAR	Frauen in die Aufsichtsräte e.V.
FNMA	Federal National Mortgage Association
FRC	Financial Reporting Council
FRICS	Fellow of the Royal Institute of Chartered Surveyors
FTSE	Financial Times and Stock Exchange
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GB	Großbritannien
GfK	Globale Finanzkrise
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HDax	Dax Hundert
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International Accounting Standards
ICG	Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilien wirtschaft
ICT	Information and Communication Technology
IMX	Immobilienindex
INREV	European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles
IRE BS	International Real Estate Business School
IRES	International Real Estate Society

ISO	Internationale Organisation für Normung
K. A.	Keine Angabe
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
LEED	Leadership in Energy and Environmental Design
LSE	London Stock Exchange
LTI	Long Term Incentives
MBS	Mortgage Based Securities
MDax	Mid Cap Dax
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts
NINJA	No Income No Job or Assets
N. m. B.	Nein mit Begründung
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
PA	Prinzipal-Agenten
P.L.C.	Public limited company
PREM	Private Real Estate Management
REIT	Real Estate Investment Trust
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
S.A.	Société Anonyme
S.E.C.	Federal Securities and Exchange Commission
SDax	Small Capitalization Dax
S&L	Savings and Loan
SOX	Sarbanes-Oxley Act
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
TecDax	Technologie-Werte Deutscher Aktienindex
TransPuG	Transparenz- und Publizitätsgesetz
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
USD	US Dollar

---

VorstOG	Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz
VW	Volkswagen Aktiengesellschaft
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
ZIA	Zentraler Immobilien Ausschuss





# 1 Einleitung

## 1.1 Ausgangslage

Die Rahmenbedingungen für die Unternehmensführung sowie die Unternehmensfinanzierung kapitalmarktorientierter Immobilienunternehmen haben sich während der letzten Jahre drastisch verändert und unterliegen weiterhin großem Wandel. Durch die globale Finanz- und Wirtschaftskrise, das Konkurrieren der Unternehmen um internationales Kapital, die Finanzskandale,<sup>1</sup> die immer wichtigere Rolle der institutionellen Investoren,<sup>2</sup> die Tatsache, dass immer mehr Menschen ihre Ersparnisse und ihre Altersvorsorge dem privaten Sektor anvertrauen<sup>3</sup> sowie durch veränderte Eigentümerstrukturen (Privatisierung und steigenden Aktionärsaktivitäten) hat Corporate Governance in der Wirtschaft generell und somit auch in der Immobilienwirtschaft stetig an Bedeutung gewonnen. Aber auch in der Politik und der öffentlichen Sphäre findet Governance große Aufmerksamkeit und mit ihr die erhöhte oder verstärkt empfundene Notwendigkeit für wirksamere Kontrollmechanismen und angemessene Anreizsysteme für die Führungsgremien der Wirtschaft.<sup>4</sup> „Die Bedeutung guter Corporate Governance für den Unternehmenserfolg ist“ in den Worten von Gerhard Cromme, „heute zu Recht allgemein anerkannt. Das war nicht immer so, und der Zusammenhang erschließt sich in der Tat oft erst auf den zweiten Blick. Unternehmenserfolg wird in ökonomischen Kategorien gemessen - man hat gut oder schlecht gewirtschaftet, und das zunächst unabhängig von der Qualität der Unternehmensleitung und Unternehmenskontrolle [...] Erfolgreiches Management ist mittlerweile aber ohne einen bewussten Umgang mit den Anforderungen einer verantwortungsvollen Unternehmensleitung und -kontrolle nicht mehr denkbar. Nur so lassen sich die erforderliche Akzeptanz und das Vertrauen bei Investoren, Mitarbeitern, Kunden, Lieferanten und allen sonstigen Stakeholdern dauerhaft bewahren und fördern.“<sup>5</sup>

Treibende Kraft, um wichtige Handlungsfelder wie Reporting, Unternehmensethik, Finanzierung, Finance Know-How, Krisenmanagement und hier vor allem Corporate Governance zu überdenken und neuen Realitäten anzupassen, war in den letzten Jahren die Finanz- und Wirtschaftskrise, die von der Immobilienbranche mit verursacht wurde.<sup>6</sup> Durch die Niedrigzinspolitik der USA als Folge der Dotcom-Blase wurde in den Vereinigten Staaten von Amerika in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre und dem Beginn dieses Jahrhunderts verstärkt in Immobilien investiert. Sogenannten NINJA-Investoren (no income, no job, no assets) wurden von Banken Kredite gewährt, auch wenn sie eine extrem schlechte Bonität besaßen und keine Sicherheiten hinterlegen konnten. Diese Kredite wurden vor allem in Immobilien investiert und trugen somit zu der Blasenbildung auf dem amerikanischen Immobilienmarkt bei.<sup>7</sup> Nicht zuletzt deshalb wird auch von einer Governance Krise gesprochen, in der verbrieft Produkte wie Mortgage Based Securities (MBS), Collateralized Mortgage Based Securities (CMBS) und Collateralized Debt Ob-

---

<sup>1</sup> Vgl. Coombes / Wong (2004), S. 49.

<sup>2</sup> Vgl. Kohl / Schäfers / Schulte (2008), S. 234f.; Plessis / Saenger (2012), S. 16; Schmidt / Weiß (2009), S. 180.

<sup>3</sup> Vgl. OECD (2004B), S. 3.

<sup>4</sup> Vgl. Aguilera / Cuervo-Cazurra (2004), S. 418.

<sup>5</sup> Cromme (2012), S. B1.

<sup>6</sup> Vgl. Eichholtz / Kok / Yonder (2010), S. 1; Magnost / Markarian (2011), S. 215.

<sup>7</sup> Vgl. Münchau (2010), S. 39f.

ligations (CDOs) eine entscheidende Rolle gespielt haben.<sup>8</sup> Der zweite Grund für die gesteigerte Aufmerksamkeit für Governance und angrenzende Handlungsfelder waren die Krisen großer, bis dahin als solide geltender Unternehmen z.B. Enron, WorldCom, AIG, Lehman Brothers in den USA, Parmalat in Italien, Philipp Holzmann, Bankgesellschaft Berlin, Mannesmann-Übernahme in Deutschland, Société Générale in Frankreich. Die Unternehmenspleiten haben grundsätzliche Aspekte der Corporate Governance, wie die Fähigkeiten des internen Controllings, der externen Prüfer, der unabhängigen Analysten, der Ratingagenturen und der Aufsichtsräte, die Unternehmensführung zu überwachen in Frage gestellt.<sup>9</sup> Die geografische Reichweite der Fälle zeigt, dass kein nationales Corporate Governance System im Stande war, die legitimen Kontrollansprüche der Aktionäre oder anderer Interessengruppen zu befriedigen.<sup>10</sup> Die letzte Finanzkrise und die aktuelle Staatsschuldenkrise im Euroraum gingen und gehen mit einer Glaubwürdigkeitskrise einher, wobei viel Vertrauen in die Wirtschaft und ihre Akteure, in die Marktmechanismen, in die Regulierungs- und soziale Ausgleichsfähigkeit des Staates und letztlich auch in die Zukunftsfähigkeit der Sozialen Marktwirtschaft verloren gegangen ist. Dieses verlorene Vertrauen kann durch gute Corporate Governance, die für ihre Grundprinzipien Professionalität, Transparenz, Verantwortung und Nachhaltigkeit steht, wieder aufgebaut werden.<sup>11</sup> Welche Anforderungen müssen die Unternehmen an sich stellen, welche Selbstverpflichtungen eingehen, wie sind die Chancen der Umsetzung und welche Bestimmungen müssen vom Gesetzgeber erlassen werden, um in Zukunft die Wahrscheinlichkeit weiterer folgenschwerer Krisen zu mindern?

Die Bedeutung von Corporate Governance für Immobilienunternehmen hat mehr als einen Grund. Einige Autoren<sup>12</sup> sehen die Hauptgründe der Finanzkrise von 2008 / 2009, die zu dem tiefsten Einbruch der Weltwirtschaft seit 1945 geführt hat, in dem Mangel an Corporate Governance und einem verantwortungslosen Risiko Management.<sup>13</sup> Ausgelöst wurde die Krise durch den Boom und den darauffolgenden Crash des (amerikanischen) Wohnungsmarktes; letztendlich kollabierte der Asset-Backed-Securities-Markt, weil eine Vielzahl von Finanzinvestoren, die große Verluste aufgrund komplexer Finanzprodukte verzeichneten, in Schieflage gerieten. Für die Finanzinstitutionen wäre es nicht möglich gewesen, hypothekennahe Sicherheiten in dieser hohen Anzahl zu halten, wenn nicht grundsätzlich taugliche Risiko Management Konzepte außer Kraft gesetzt worden wären. Als Erklärung wird in vielen Fällen das Prinzipal-Agenten-Problem (PA-Problem)<sup>14</sup> herangezogen und die Tatsache, dass die Corporate Governance Systeme, die dieses Problem eigentlich hätten in Grenzen halten sollen, in diesen Firmen nicht gegriffen haben. Andere Autoren<sup>15</sup> sehen die Bedeutung von CG bei Immobilienunternehmen vor allem hinsichtlich des Investitionsverhaltens großer Anleger. Immobilien sind eine von mehreren Investitionsmöglichkeiten für Privat- und vor allem institutionelle Investoren.<sup>16</sup>

---

<sup>8</sup> Vgl. Eichholtz / Kok / Yonder (2010), S. 1.

<sup>9</sup> Vgl. Kirkpatrick (2009), S. 5f.

<sup>10</sup> Vgl. Fear / Kobrak (2006), S. 1.

<sup>11</sup> Vgl. Cromme (2012), S. B1.

<sup>12</sup> Vgl. Lang / Jagtiani (2010), S. 123.

<sup>13</sup> Vgl. OECD (2009), S. 1.

<sup>14</sup> Vgl. Abschnitt 2.4 „Das Prinzipal-Agenten-Problem“.

<sup>15</sup> Vgl. Clayton / Gordon / Fabozzi / Giliberto / Liang / Hudson-Wilson (2007), S. 15-23; Werder (2009), S. 5.

<sup>16</sup> Für die Bedeutung von institutionellen Investoren in Deutschland vgl. auch Becken (2012).

Diese Investitionsformen konkurrieren untereinander um Kapital. Hierbei spielt Transparenz für die Investoren eine wichtige Rolle. Immobilienunternehmen sollten, wie andere Unternehmen auch, „Corporate Governance“ als wichtiger Variable eine hohe Bedeutung beimessen, um Vertrauen zu schaffen.

Das Thema Corporate Governance wurde in der deutschen Wirtschaft schon zu Beginn des letzten Jahrzehnts von einer, von Justizministerin Prof. Dr. Däubler-Gmelin im Januar 2001 eingesetzten Kommission, auf die Tagesordnung gesetzt. Am 26. Februar 2002 verabschiedete die „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex“ unter Vorsitz von Dr. Gerhard Cromme, damals Vorsitzender des Vorstands der ThyssenKrupp AG, den „Deutschen Corporate Governance Kodex“,<sup>17</sup> der auf den Prinzipien Professionalität, Transparenz, Verantwortung und Nachhaltigkeit basiert. Im Herbst des gleichen Jahres wurde die „Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V.“ (ICG) ins Leben gerufen, die sich als Ziel gesetzt hat, „Grundsätze einer transparenten und professionellen Unternehmensführung in der Immobilienwirtschaft zu erarbeiten und zu etablieren“<sup>18</sup> und die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Immobilienwirtschaft zu verbessern.<sup>19</sup> Hierfür wurde der bestehende Corporate Governance Kodex unter Mitarbeit von Karl-Werner Schulte um immobilienpezifische Elemente erweitert und an die deutschen Immobilienunternehmen angepasst.<sup>20</sup> Schulte ist in zahlreichen wissenschaftlichen Beiträgen auf das Thema Corporate Governance eingegangen<sup>21</sup> und insbesondere deren Bedeutung für die deutsche Immobilienwirtschaft. Die angelsächsische Literatur über Corporate Governance und deren unternehmerischen Bedeutung<sup>22</sup> wurde in den letzten Jahren von deutschen Autoren weit rezipiert und im europäischen Kontext diskutiert.<sup>23</sup>

Als empirische Studie über die Umsetzung des immobilienpezifischen CGK in kapitalmarktorientierten Immobiliengesellschaften schließt die vorliegende Arbeit an die Dissertationen zweier früherer wissenschaftlicher Mitarbeiter von Schulte an. Die Arbeit von Christian Kolb aus dem Jahre 2007 „Corporate Governance bei deutschen Immobilienkapitalgesellschaften“ untersucht anhand eines Fragebogens, der an relevante Marktteilnehmer verschickt wurde, den Ist-Zustand der Corporate Governance von deutschen Immobilienkapitalgesellschaften und welchen Stellenwert die Entscheidungsträger dem Kodex beimessen.<sup>24</sup> Die faktische Umsetzung war nicht Gegenstand der Arbeit. Die Dissertation von Nicolas Kohl aus dem Jahre 2009 „Corporate Governance and Market Valuation of Publicly Traded Real Estate Companies – A Theoretical and Empirical Analysis“ ergründet in einer empirischen Analyse, welchen Wert gewisse CG Eigenschaften für den Marktwert von öffentlich gehandelten Immobilienunternehmen aus England, Frankreich, den Niederlanden und Deutschland, den vier wichtigsten europäi-

---

<sup>17</sup> Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2012A).

<sup>18</sup> Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft (2014A).

<sup>19</sup> Vgl. CGKI (2010), S. 2.

<sup>20</sup> Der Corporate Governance Kodex der deutschen Immobilienwirtschaft (CGKI) ist unter [http://www.immo-initiative.de/wp-content/uploads/downloads/2011/kodex/cg\\_kodex\\_kapitalgesellschaften.pdf](http://www.immo-initiative.de/wp-content/uploads/downloads/2011/kodex/cg_kodex_kapitalgesellschaften.pdf) abrufbar und befindet sich im Anhang dieser Arbeit, vgl. Anhang 1.

<sup>21</sup> Vgl. Schulte (2003); Schulte (2004); Schulte / Rottke / Pitschke (2005).

<sup>22</sup> Vgl. Bauer / Eichholtz / Kok (2010); Chau / McKinnell / Wong / Wei / Newell (2010); Ghosh / Giambona / Harding / Sezer / Sirmans (2010); Giambona (2008).

<sup>23</sup> Vgl. Schulte (2004); Kolb (2007); Kohl (2009).

<sup>24</sup> Vgl. Kolb (2007), S. 1.

schen Immobilienkapitalmärkten, hat.<sup>25</sup> Beide Arbeiten liefern wesentliche Elemente und Erkenntnisse, die in der vorliegenden Untersuchung weitergeführt werden sollen.

## 1.2 Einordnung von Corporate Governance in die Immobilienökonomie

In Deutschland hat sich während der letzten Jahre die interdisziplinäre Betrachtungsweise von Schulte unter der Bezeichnung „Immobilienökonomie“ durchgesetzt. Das „Haus der Immobilienökonomie“ ist die Visualisierung des interdisziplinären Forschungsprogramms.<sup>26</sup> Einführend soll das Thema „Corporate Governance“ in das Haus eingeordnet werden. Es stellt eine breite Zusammenstellung von immobilienwirtschaftlichen Begrifflichkeiten dar, die nach Aspekten geordnet sind. Die Begrifflichkeiten gründe sich auf empirische Beobachtungen aus der Zeit der Entstehung des Hauses.<sup>27</sup> Das Fundament des Hauses wird von der Betriebswirtschaftslehre gebildet, die interdisziplinären Aspekte Volkswirtschaftslehre, Rechtswissenschaft, Stadtplanung, Architektur und Ingenieurwesen bauen auf diesem Fundament auf. Die institutionellen und die typologischen Aspekte bilden die Pfeiler. Die typologischen Aspekte sind in Gewerbe-, Wohn-, Industrie- und Sonderimmobilien aufgeteilt. Die unterschiedlichen Akteure aus der Bau-, Immobilien- und Finanzwirtschaft und deren Zusammenwirken auf den Immobilienmärkten hingegen sind Bestandteil der institutionellen Aspekte. Diese werden grob in Immobilien- Projektentwickler, Investoren, Finanzinstitutionen, Dienstleister, Nutzer und Bauunternehmen eingeteilt. Das Dach des Hauses bilden die Management-Aspekte, aufgeteilt in phasenorientierte, funktions-spezifische und strategiebezogene Aspekte. Während die ersteren, bestehend aus Projektentwicklung, Bau-Projektmanagement und Facilities Management, die zeitliche Komponente im Lebenszyklus einer Immobilie repräsentieren, beschäftigen sich die funktions-spezifischen Aspekte Immobilien- Analyse, Bewertung, Finanzierung, Investition und Immobilienmarketing mit der „Betrachtung von immobilienbezogenen Besonderheiten einzelner betriebswirtschaftlicher Funktionen“<sup>28</sup>. Die strategiebezogenen Aspekte schließlich, das Immobilien-Portfoliomanagement, das Corporate Real Estate Management (CREM) und das Private Real Estate Management (PREM) einschließend, befassen sich mit dem Erfolg und der langfristigen Entwicklung eines Immobilienunternehmens bzw. eines Geschäftsfeldes.<sup>29</sup>

Das Haus veranschaulicht somit das Wissenschaftskonzept der „Immobilienökonomie“. Diese noch junge wissenschaftliche Disziplin der letzten zwei Jahrzehnte beruht auf einem interdisziplinären Grundverständnis und setzt sich mit der Erklärung und Gestaltung realer Entscheidungen von Wirtschaftssubjekten aus dem Immobilienbereich auseinander. Die Immobilienökonomie verfolgt das Ziel, Entscheidungsprozesse in diesem Bereich zu unterstützen und zu deren Verbesserung beizutragen. Hierbei werden Prämissen und Bedingungen untersucht, unter denen Institutionen, Objekte, Funktionen und Prozesse zusammenwirken.<sup>30</sup>

Die Einordnung von Corporate Governance in das „Haus der Immobilienökonomie“ und damit in die wissenschaftliche Disziplin „Immobilienökonomie“ bedarf einer differenzierten Herange-

---

<sup>25</sup> Vgl. Kohl (2009), S. 159.

<sup>26</sup> Vgl. Pierschke / Sotelo (2004), S. 264f.

<sup>27</sup> Vgl. Kämpf-Dern / Pfnür (2009), S. 10.

<sup>28</sup> Schulte / Sturm / Wiffler (2008), S. 3

<sup>29</sup> Vgl. Schulte / Sturm / Wiffler (2008), S. 3f.

<sup>30</sup> Vgl. Schulte / Sturm / Wiffler (2008), S. 2f.

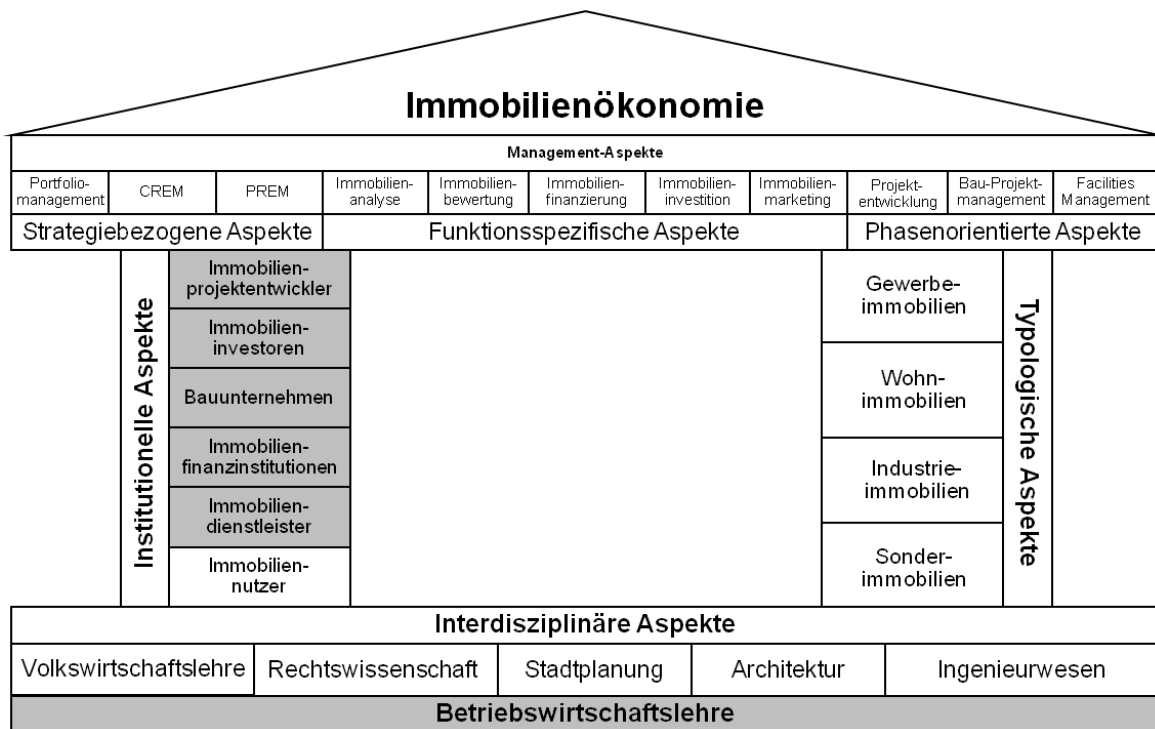
hensweise, da sie zwar alle Aspekte des Hauses berührt, aber diese nicht in gleicher Weise.<sup>31</sup> CG als Teil der Unternehmensführung ist Teil der Betriebswirtschaftslehre, die das Fundament des Immobilienhauses bildet und somit nicht nur Teil aller „interdisziplinären Aspekte“ des Hauses sondern in gewisser Weise auch der „institutionellen“, „typologischen“ und „Management“ Aspekte“, die auf dem Fundament aufbauen. Allerdings ist CG deutlicher den interdisziplinären Aspekten wie der „Volkswirtschaftslehre“, der „Rechtswissenschaft“ und der „Stadtplanung“ zuzuordnen als den Aspekten „Architektur“ oder „Ingenieurwesen“. In der Volkswirtschaftslehre hat der Begriff vor allem während der letzten Jahre deutlich an Bedeutung gewonnen. Da die Bestimmungen des DCGK auf gesetzlichen Vorschriften basieren, ist die Rechtswissenschaft ein elementarer Teil des Kodexes und somit direkt von CG betroffen. Die Stadtplanung ist etwas weniger ersichtlich mit CG verbunden. Dennoch sind Stadtplaner wie auch Architekten und Ingenieure und deren Unternehmen an Regeln und Werte wie Transparenz und Selbstkontrolle gebunden.

Betrachtet man die zwei tragenden Säulen des Hauses, so tangiert CG auch hier fast sämtliche Bereiche. Von den „Institutionellen Aspekten“ sind vor allem die Immobilienprojektentwickler, Investoren, Bauunternehmen, Immobilienfinanzinstitutionen und die Immobiliendienstleister stark mit CG verbunden. Einige große Immobilienprojektentwickler und Bauunternehmen müssen sich per Gesetz an den DCGK halten, Investoren sollten bei ihren Investitionsentscheidungen darauf achten, dass die Unternehmen, in die sie investieren, sich entweder an den CGK halten oder eigene CG Richtlinien befolgen. Für Immobilienfinanzinstitutionen ist eine gute CG von fundamentaler Bedeutung und für Immobiliendienstleister gilt das Gleiche wie für Stadtplaner, Architekten oder Ingenieure. Lediglich der Immobiliennutzer ist nicht direkt mit der Thematik CG in Verbindung zu bringen. Dennoch ist auch er über den Eigentümer, vor allem wenn es sich um eine große Gesellschaft handelt, davon betroffen. Die „Typologischen Aspekte“ können gänzlich mit CG in Verbindung gebracht werden. Sowohl Gewerbeimmobilien, Wohnimmobilien, Industrieimmobilien als auch Sonderimmobilien sind je nach Verwalter / Eigentümer den CG Regeln unterworfen. Für privat genutzte Eigentums-Wohnimmobilien gilt das Gleiche wie für Immobiliennutzer, sie sind vergleichsweise wenig von der Thematik berührt. Die in „strategiebezogene“, „funktionsspezifische“ und „phasenorientierte Aspekte“ aufgeteilten „Management-Aspekte“ sind alle unmittelbar mit CG verbunden.

In der nachfolgenden Abbildung (Abbildung 1) ist jener Teil des Hauses hervorgehoben, der für diese Arbeit von Relevanz ist. Da sie die öffentlich zugänglichen Dokumente der verschiedenen DIMAX Unternehmen untersucht, sind davon Immobilienprojektentwickler, Immobilieninvestoren, Immobilienbauunternehmen sowie Immobiliendienstleister betroffen, lediglich die Immobiliennutzer sind nicht Teil dieser Arbeit. Da, wie schon erwähnt, das Thema CG in den Bereich der „Unternehmensführung“ gehört, ist das Fundament des Hauses „Betriebswirtschaftslehre“ ebenfalls hervorgehoben.

---

<sup>31</sup> Vgl. Kolb (2007), S. 7.

**Abbildung 1: Haus der Immobilienökonomie**

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Schulte / Schäfers (2008), S. 58.

### 1.3 Problemstellung

Zahlreiche empirische Studien - anfangs hauptsächlich aus den angelsächsischen Ländern und nicht auf Immobilienunternehmen, seit einigen Jahren aber auch auf jene und auf Deutschland bezogen - argumentieren, gewisse Corporate Governance Merkmale zeigten einen signifikanten positiven Zusammenhang mit dem Unternehmenswert. Auch die OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) behauptet: „Corporate-Governance-Praktiken gehören zu den zentralen Voraussetzungen für die Verbesserung von wirtschaftlicher Effizienz und Wachstum wie auch für die Stärkung des Anlegervertrauens.“<sup>32</sup> Bauer, Eichholtz und Kok haben bei einem Sample von 220 REITs herausgefunden, dass der Firmenwert stark mit dem Governance Level der jeweiligen Firmen zusammenhängt.<sup>33</sup> Auch andere Studien haben positive Zusammenhänge zwischen CG und Unternehmenserfolg herausgefunden<sup>34</sup> wobei der kausale Zusammenhang zwischen Compliance (Umsetzungsgrad) und überdurchschnittlicher Performance nicht immer eindeutig hergestellt werden konnte;<sup>35</sup> auch der Zusammenhang zwischen Corporate Governance Berichterstattung und Unternehmenserfolg wurde schon untersucht.<sup>36</sup> Diese pauschalen sehr allgemein formulierten kausalen Zusammenhänge gilt es zu hinterfragen und der Einfluss des „CG-Umsetzungsgrades“ auf Variablen wie Performance und Unternehmenserfolg ist sicherlich sehr viel schwerer nachzuweisen als etwa die der Veröffentlichung von Ad hoc-Mitteilungen.<sup>37</sup> Wir kommen gegen Ende der Arbeit darauf zurück. Dennoch ist offen-

<sup>32</sup> OECD (2004B), S. 11.

<sup>33</sup> Vgl. Bauer / Eichholtz / Kok (2010) S. 1.

<sup>34</sup> Vgl. Bauer / Guenster / Otten (2004); Drobetz / Schillhofer / Zimmermann (2004).

<sup>35</sup> Vgl. Dedman (2002); Gompers / Ishii / Metrick (2003); Weir / Laing / McKnight (2003).

<sup>36</sup> Vgl. Stiglbauer (2010).

<sup>37</sup> Vgl. Röder (1999).

kundig, dass Corporate Governance in den letzten Jahren auch in Deutschland, vor allem durch die 2001 eingesetzte Regierungskommission und den 2002 verabschiedeten Corporate Governance Kodex, mehr und mehr Bedeutung zukommt. Laut der Homepage der „Regierungskommission deutscher Corporate Governance Kodex“ sollen mit dem Kodex „die in Deutschland geltenden Regeln für Unternehmensleitung und -überwachung für nationale wie internationale Investoren transparent gemacht werden, um so das Vertrauen in die Unternehmensführung deutscher Gesellschaften zu stärken. Der Kodex adressiert alle wesentlichen, vor allem internationale Kritikpunkte an der deutschen Unternehmensverfassung“.<sup>38</sup> Es besteht zwar kein rechtlicher Zwang,<sup>39</sup> den DCGK vollständig umzusetzen, die Unternehmen werden durch den Kodex aber dazu angehalten, auf Grundsätze guter Unternehmensführung zu achten. Hinter den deutschen Kodizes steht die Idee, dass der Kapitalmarkt ihre Einhaltung überwachen<sup>40</sup> und die Nichteinhaltung gegebenenfalls sanktionieren wird.<sup>41</sup> Der DCGK ist in sieben Teile gegliedert, auf die im Verlauf dieser Arbeit noch näher einzugehen sein wird. Die Kommission prüft mindestens einmal jährlich, ob der Kodex anzupassen ist und nimmt gegebenenfalls Änderungen vor. Letztmalig wurde er in der Plenarsitzung am 13. Mai 2013 modifiziert;<sup>42</sup> der immobilien-spezifische Kodex wurde zuletzt im September 2010 angepasst.

Jedes Jahr wird untersucht, inwieweit die deutschen Unternehmen den DCGK umsetzen. Seine Umsetzung wurde 2002 durch Änderungen im Aktiengesetz (§ 161 AktG) forciert.<sup>43</sup> So müssen Unternehmen seit dem Jahresende 2002 eine „Entsprechenserklärung“ abgeben, in der erläutert wird, inwieweit sie den Empfehlungen des Kodexes folgen. Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist - wie auch der immobilien-spezifische - in Bestimmungen, Empfehlungen und Anregungen aufgeteilt. Die Bestimmungen basieren auf gesetzlichen Vorschriften und sind somit zwingend von den Unternehmen umzusetzen. Die Empfehlungen müssen nicht umgesetzt werden; allerdings müssen die Unternehmen in diesem Fall<sup>44</sup> in der abzugebenden Entsprechenserklärung auf die einzelnen nicht umgesetzten Punkte unter Angabe von Gründen eingehen („Comply or explain“-Prinzip).<sup>45</sup> Anregungen können ohne Angabe von Gründen ignoriert werden. Allerdings gibt der Gesetzgeber den Unternehmen die Möglichkeit, auch auf die nicht umgesetzten Anregungen einzugehen.

Je nach Umsetzungsgrad der Empfehlungen unterscheidet man drei Arten von Entsprechenserklärungen: (1) „Einverständniserklärung“ bei vollständiger Annahme der Kodexempfehlungen, (2) „Ablehnungserklärung“ bei Ablehnung der Kodexempfehlungen und (3) „Qualifizierte Abweichungserklärung“ bei teilweiser Befolgung der Kodexempfehlungen. Die zuständige Regierungskommission ist beim Justizministerium angesiedelt, das auch die Mitglieder bestimmt. Bis zur vorletzten Kodex-Aktualisierung (15. Mai 2012) wurde die Kommission für die Intransparenz der Kommissionsbeschlüsse kritisiert, mittlerweile haben Interessenten

---

<sup>38</sup> Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2012A).

<sup>39</sup> Für die Rechtsfolgen der Nichtbefolgung von Regelungen des DCGK vgl. Schwarz (2004), S. 43-60; Mülbart (2012).

<sup>40</sup> Vgl. Müller (2010), S. 3.

<sup>41</sup> Vgl. Seidl (2007), S. 709; MacNeil / Li (2006), S. 487.

<sup>42</sup> Vgl. Elektronischer Bundesanzeiger (2012).

<sup>43</sup> Vgl. Hommelhoff / Schwab (2009), S. 74f.

<sup>44</sup> Vgl. § 161 AktG.

<sup>45</sup> Vgl. auch Richtlinie 2006/46/EG Europäische Kommission.



aber die Möglichkeit, vor der endgültigen Beschlussfassung zu den vorab veröffentlichten Kodex-Ergänzungen Stellung zu nehmen. § 161 AktG ist für rund 800 Börsen-Gesellschaften bindend, diese müssen jährlich eine Entsprechenserklärung abgeben. Wenn die Erklärung unterbleibt oder falsche Aussagen enthält, können negative Rechtsfolgen für die Unternehmen und hier insbesondere für die Mitglieder des Vorstandes und des Aufsichtsrates entstehen.<sup>46</sup> So sind Hauptversammlungsbeschlüsse zur Entlastung der Mitglieder des Vorstandes und des Aufsichtsrats anfechtbar, wenn von den Empfehlungen abgewichen wurde, dies aber nicht oder fehlerhaft kenntlich gemacht wurde. Faktisch jedoch hat es bei fehlerhaften oder unwahren Entsprechenserklärung bisher noch so gut wie keine rechtlichen Sanktionen gegeben.<sup>47</sup>

Von „der“ Corporate Governance zu sprechen, ist der Sachlage nicht angemessen. Es gibt nicht nur gravierende Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern, sondern auch auf nationaler Ebene haben staatliche und private Institutionen, Vereine und Unternehmen, verschiedene Vorstellungen von dem, was CG sei. Ein kapitalmarktorientierter Großkonzern hat andere Rahmenbedingungen als ein vom Inhaber geführter Familienbetrieb, eine Sparkasse andere als eine international tätige Großbank, eine Bank wiederum andere als ein Versicherungskonzern oder ein Immobilienunternehmen; all dies bildet sich im Verständnis von CG und ihrer Handhabung durch die unterschiedlichen Akteure im Alltag ab.

Inhalt der Arbeit soll also nicht Corporate Governance generell sein, sondern CG im Rahmen deutscher Immobilienunternehmen. Von diesen sollen wiederum nur jene betrachtet werden, die kapitalmarktorientiert handeln.<sup>48</sup> In den allermeisten Fällen handelt es sich hierbei um AGs oder REITs. Der bereits angesprochene Corporate Governance Kodex der deutschen Immobilienwirtschaft, entwickelt von der „Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V.“ und insbesondere die Version für Kapitalgesellschaften vom September 2010, ist Grundlage dieser Arbeit.

#### **1.4 Zielsetzung und wissenschaftstheoretische Einordnung**

Ziel der Untersuchung ist es, anhand der öffentlich zugänglichen Dokumente herauszufinden, in welchem Maße der DCGK bzw. der CGKI für Kapitalgesellschaften von den analysierten Unternehmen umgesetzt werden. Ob und in welchem Maße ist die CG Initiative in den vergangenen Jahren von deutschen Immobiliengesellschaften angenommen worden? Inwieweit betrachten sie den immobilienpezifischen Kodex als Bestandteil ihrer Unternehmensphilosophie, welche Teile setzen sie um und welche Teile finden in der Praxis weniger Beachtung? Diesen Fragen will die Arbeit in einer empirischen Studie nachgehen, die untersucht, inwieweit die Immobilienunternehmen zu den Bestimmungen, Empfehlungen und Anregungen des Kodexes in ih-

---

<sup>46</sup> Vgl. Lutter (2012), S. 8.

<sup>47</sup> „Seit der Entscheidung des BGH in Sachen Kirch/Deutsche Bank und Axel Springer aus dem Jahr 2009 steht für die Praxis fest, dass jedenfalls Hauptversammlungsbeschlüsse über die Entlastung der Mitglieder des Vorstandes und des Aufsichtsrats (§ 120 AktG) anfechtbar sein können, wenn die Organe eine Entsprechenserklärung zwar abgeben, jedoch entgegen ihrer nicht eingeschränkten Erklärung die von Ziffer 5.5.3 DCGK empfohlene Information der Hauptversammlung über aufgetretene Interessenskonflikte unterlassen haben, obwohl ihnen die daraus resultierende Unrichtigkeit der Erklärung bekannt war oder bekannt sein musste“, Mülbart (2012), S. 17.

<sup>48</sup> Vgl. Abschnitt 4.1.2 „Der Deutsche Immobilienaktienindex“.

ren Entsprechenserklärungen und anderen Publikationen Stellung nehmen. Hierbei beschränkt sie sich auf deutsche Unternehmen.

Der zweite Teil der empirischen Untersuchung wechselt die Perspektive und stellt nicht die einzelnen Unternehmen in den Mittelpunkt der Betrachtung, sondern die Kodexziffern und fragt nach dem Grad ihrer Umsetzung im gesamten Sample. Anschließend an den empirischen Teil werden andere Corporate Governance Vorschriften, Anregungen und Kodizes (u.a. RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors), ARES (American Real Estate Society), ERES (European Real Estate Society), EPRA (European Public Real Estate Association)) dem deutschen Kodex vergleichend gegenübergestellt. Bezugspunkt ist hierbei der CGKI. Die empirische Studie und die vergleichende Analyse anderer Vorschriften und Kodizes werden mit nationalen und internationalen Studien konfrontiert und interpretiert. Abschließend werden wichtige Entscheidungsträger zu den Ergebnissen der empirischen Studie befragt. Die Auswertung der Interviews bietet weitere qualifizierte Hinweise auf mögliche Schwachstellen des Kodexes und damit einhergehende mögliche Verbesserungen, immer mit dem Ziel vor Augen, den Umsetzungsgrad zukünftig zu erhöhen.

Ziel der Arbeit ist es, kapitalmarktorientierte Immobilienunternehmen dabei zu unterstützen, eine gute Corporate Governance zu implementieren und Maßnahmen zu identifizieren, die die Rahmenbedingungen für die Umsetzung des Kodexes verbessern. Auch werden Überlegungen angestellt, wie der Kodex geändert bzw. angepasst werden könnte, um seine Umsetzung in der Praxis zu verbessern. Der vorliegende Text will also dazu beitragen, den Governance Diskurs in der Immobilienwirtschaft praxisnah zu vertiefen und zu erweitern, auch unter der Fragestellung, ob die praktische Umsetzung des Kodexes die Performance des Unternehmens verbessern kann.

Jenseits einer allgemeinen Diskussion der Rolle und des Umsetzungsgrades von Corporate Governance im Immobiliensektor soll die Studie die immobilienpezifische Corporate Governance Initiative dabei unterstützen, Unternehmen zu identifizieren, die für eine Zertifizierung in Frage kommen könnten. Unternehmen also, die Corporate Governance als Teil ihrer Firmenkultur verstehen (bisher zertifizierte Unternehmen sind: Aengevelt Immobilien GmbH & Co. KG, Bilfinger SE, CA Immo, IVG Immobilien AG, Jones Lang LaSalle, Aberdeen Immobilien, HOWOGE, GESOBAU AG und RREEF<sup>49</sup>). In Frage kommen dabei jene Unternehmen, die einen hohen Umsetzungsgrad des Kodexes vorweisen und die bisher noch nicht von der Initiative zertifiziert wurden.

Die wesentlichen Fragen dieser Dissertation lauten:

1. Wird der Kodex, und hier insbesondere der immobilienpezifische, von den kapitalmarktorientierten Unternehmen der Branche befolgt? Hat sich Corporate Governance in der deutschen Immobilienwirtschaft durchgesetzt?
2. Warum hat sich Corporate Governance in der deutschen Immobilienbranche durchgesetzt / nicht durchgesetzt?

---

<sup>49</sup> Vgl. Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft (2014B).

3. Sind gesetzliche Bestimmungen sinnvoller Bestandteil des Kodexes oder wäre es sinnvoll den Kodex davon zu entlasten? Was sind andere mögliche Vorgehensweisen, um den Kodex zu „verschlanken“?
4. Welche Aspekte finden im immobilienpezifischen Kodex keine oder unzureichende Berücksichtigung, um die er gegebenenfalls zu ergänzen wäre?
5. Sollten am Immobilienkodex weitere branchenspezifische Änderungen vorgenommen werden?
6. Welche kodexexternen Handlungsfelder können wie zur Verbesserung der Kodexumsetzung beitragen?

Die Arbeit verfolgt einen empirisch-analytischen wissenschaftstheoretischen Ansatz. Es wird das „CG-Verhalten“ von Unternehmen beobachtet, es werden Zusammenhänge zwischen dem Umsetzungsgrad und der Marktkapitalisierung bzw. dem Handelsvolumen hergestellt und es wird versucht das Verhalten der Unternehmen anhand von qualifizierten Interviews nachzuvollziehen und zu erklären. Der Einfluss der Unternehmensberichterstattung auf die Entscheidungen der Informationsempfänger (verhaltenswissenschaftlicher Ansatz) wird ebenso wenig untersucht wie die Voraussagekraft von Unternehmenszahlen (Prognoseeignungsansatz) und die Wirkung von Unternehmenszahlen auf den Kapitalmarkt (kapitalmarktorientierter Ansatz).<sup>50</sup>

Es handelt sich also um eine hermeneutische Herangehensweise im weiten Sinne des Begriffs: die Plausibilität der Aussagen gründet sich auf die sinnhafte Interpretation der empirisch ermittelten Verteilungsmuster des Verhaltens der Unternehmen gegenüber den einzelnen Kodexziffern in Verbindung mit dem herrschenden wissenschaftlichen und gesellschaftlichen Diskurs und den Analysen und Einschätzungen in Interviews mit praxisnahen Experten. Eine derart empirisch-interpretative Herangehensweise bietet sich für ein Handlungsfeld an, das transversal alle Unternehmensbereiche betrifft und deshalb eine gesamtheitliche Herangehensweise erfordert, sollen handlungsrelevante Ergebnisse erzielt werden.

## 1.5 Forschungsmethodik

Um den Umsetzungsgrad des immobilienpezifischen Kodex in der Praxis zu untersuchen, wurden sämtliche öffentlich zugänglichen Dokumente eines Drittels der Unternehmen analysiert und ausgewertet, die dem Deutschen Immobilienaktienindex (DIMAX) angehören.<sup>51</sup> Als „öffentlich zugänglich“ wurden jene Dokumente klassifiziert, die die Unternehmen auf der jeweiligen Homepage zur Verfügung gestellt hatten. Da die analysierten Unternehmen alle dem DIMAX angehören und es sich in den allermeisten Fällen um AGs oder REITs handelt, sind sie verpflichtet, den DCGK anzuwenden.<sup>52</sup>

Der 1995 vom Bankhaus Ellwanger & Geiger ins Leben gerufene DIMAX ist der erste umfassende Aktienindex deutscher Immobilien AGs. Auch wenn dem Privatindex z. B. eine Brauerei angehört (BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG), handelt es sich, zumindest formal gese-

---

<sup>50</sup> Vgl. Röder (1999), S. 1.

<sup>51</sup> Vgl. Abschnitt „4.1.4 Auswahl des Samples“.

<sup>52</sup> Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2012A).

hen, ausschließlich um Immobilienunternehmen. Er definiert als Immobilienunternehmen jene, die 75% ihrer Erträge im Immobiliengeschäft erwirtschaften.<sup>53</sup>

Als Untersuchungszeitraum wurde das Geschäftsjahr 2010 gewählt. Als Grundlage für die Auswahl der Unternehmen wurde die DIMAX-Liste vom 31. Januar 2011 herangezogen.<sup>54</sup> Diese Liste wird im Verlauf der Arbeit noch detailliert dargestellt und analysiert. Zu den Dokumenten gehören hauptsächlich Geschäftsberichte aus dem Jahr 2010, Entsprechenserklärungen, Erklärungen zur Unternehmensführung, Satzungen, Einladungen zu den Hauptversammlungen sowie andere im Internet zugängliche Dokumente der Unternehmen wie Geschäftsordnungen für den Vorstand und den Aufsichtsrat, Corporate Governance Berichte und andere auf den Kodex bezogene Dokumente.

Durch die Analyse der öffentlich zugänglichen Dokumente konnte die Umsetzung der einzelnen Kodexziffern nicht lückenlos untersucht werden. Von der Idee, als zweites Instrument personalisierte Fragebögen für jene Fragen einzusetzen, die anhand der ausgewerteten Unterlagen nicht beantwortet werden konnten, um somit die Ergebnisse von den jeweiligen Entscheidungsträgern validieren zu lassen, wurde Abstand genommen, um eine objektive Betrachtungsweise auf die Unternehmen zu gewährleisten. Die Analyse hätte zwar damit an Vollständigkeit gewonnen, dem Ziel der Arbeit wäre eine solche Untersuchung aber nicht förderlich gewesen. Die Ergebnisse wären, durch die unterschiedliche Bereitschaft der Unternehmen, den Fragebogen zu beantworten, verzerrt worden und es wäre aufgrund der notwendigen Anonymisierung nicht mehr möglich gewesen, Unternehmen namentlich aufzuführen.

Zentrales Problem der meisten Studien über Corporate Governance ist die Datengewinnung. Die interessierte Öffentlichkeit, die Forscher, die Investoren und alle sonstigen Interessenten müssen sich auf die Aussagen und die Veröffentlichungen der Unternehmen sowie deren Wahrheitsgehalt verlassen. Werden Unternehmen anhand von Fragebögen analysiert, so muss man sich auf die Aussagen der Interviewpartner verlassen. Diese tendieren naturgemäß eher dazu, die Situation ihres Unternehmens, sei es aus wirtschaftlicher oder CG Sicht, besser darzustellen als sie tatsächlich ist. Analysiert man hingegen ein Unternehmen anhand der Veröffentlichungen, so muss man sich auf die Vollständigkeit der angegebenen Informationen verlassen. Eine fehlerfreie (siehe Werder<sup>55</sup>) beziehungsweise vollständige Analyse erscheint somit sehr schwierig.

## 1.6 Gang der Untersuchung

Die vorliegende Arbeit ist in sechs Kapitel aufgeteilt. Nach der Einleitung in der CG in den Kontext der Immobilienwirtschaft gestellt wurde, insbesondere in das von Schulte entwickelte „Haus der Immobilienökonomie“<sup>56</sup> eingeordnet wurde, das in Deutschland einen hohen Bekanntheitsgrad besitzt, geht das zweite Kapitel „2 Einordnung des Themas Corporate Gover-

---

<sup>53</sup> Vgl. Ellwanger & Geiger Privatbankiers (2011A).

<sup>54</sup> Vgl. Ellwanger & Geiger Privatbankiers (2011B).

<sup>55</sup> Vgl. Werder / Bartz (2011A), Werder / Bartz (2012).

<sup>56</sup> Vgl. Schulte / Schäfers (2008), S. 58.

nance“ auf den unterschiedlichen Stellenwert ein der dieser Form von „Soft Law“<sup>57</sup> im Kontext von Regulierung und Selbstregulierung von Unternehmen von den Autoren beigemessen wird (2.1 Von der Governance zur Corporate Governance). Im weiteren Verlauf des Kapitels wird der Begriff CG genauer entfaltet (2.2 Der Begriff Corporate Governance) und gegenüber benachbarten Begriffen wie „Ethik“, „Corporate Responsibility“ oder „Compliance“ abgegrenzt (2.3 Abgrenzung gegenüber verwandten Termini), nach diesen begrifflichen Klärungen wird auf das, für die Thematik CG konstitutive Prinzipal-Agenten Problem eingegangen (2.4 Das Prinzipal-Agenten Problem).

Im dritten Kapitel, „3 Geschichtliche Aspekte der Corporate Governance“, wird anfangs die historische Bedeutung von Corporate Governance diskutiert (3.1 Die historische Evolution der Aktiengesellschaften und ihrer gesetzlichen Regulierungen). Im abschließenden zweiten Abschnitt (3.2 Unterschiede zwischen Deutschland und den angelsächsischen Ländern) werden die unterschiedlichen Rahmenbedingungen der CG in Deutschland und den angelsächsischen Ländern dargestellt. Hierzu gehören neben unterschiedlichen Aktionärsstrukturen auch unterschiedliche Ausprägungen der Geschäftsführung sowie der Aufsichtsräte. Im Licht der letzten Finanzkrisen wird im dritten Abschnitt (3.3 Die Entwicklungen in den USA und Großbritannien ab den Siebzigerjahren), die aktuelle Bedeutung von Corporate Governance hervorgehoben. Die historische Betrachtung der CG in Deutschland wird anhand der konkreten Beispiele „Neue-Heimat Skandal“ sowie „Philipp Holzmann AG“ illustriert und in ihrer Bedeutung für die Immobilienwirtschaft und die Entstehung des DCGK diskutiert (3.4 Hauptetappen der Entwicklung in Deutschland). Um die Frage „Was gibt es im Immobiliensektor über CG zu wissen?“ zu beantworten, wird auf die immobilienpezifischen CG-Besonderheiten und die Ergänzungen des Kodexes durch die Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft eingegangen (3.5 Deutsche immobilienpezifische Corporate Governance). Wie in der Zielsetzung schon erwähnt, werden Corporate Governance Vorschriften, Anregungen und Kodizes internationaler sowie nationaler immobiliennaher Institutionen analysiert und komparativ betrachtet. Dabei gilt die besondere Aufmerksamkeit jenen Aspekten, die im CGKI noch keine Berücksichtigung gefunden haben und um die er gegebenenfalls ergänzt werden könnte (3.6 Internationale Corporate Governance Kodizes).

Das vierte Kapitel der Arbeit „4 Die Umsetzung des Corporate Governance Kodexes“ ist in drei Abschnitte aufgeteilt. Im ersten Abschnitt (4.1 Deutsche kapitalmarktorientierte Immobilienunternehmen) werden der Deutsche Immobilienaktienindex und die kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen, die ihm angehören, dargestellt. Es folgt ein Vergleich des DIMAX und dessen Performance mit dem Dax. Anschließend wird das gesamte Sample (alle 75 Unternehmen des DIMAX) betrachtet, um anschließend die Auswahl der zu untersuchenden Unternehmen vorzunehmen und zu begründen. Der anschließende Abschnitt widmet sich der Darstellung des methodischen Vorgehens der empirischen Untersuchung (4.2 Untersuchungsmethodik). Der dritte Abschnitt (4.3 Empirische Studie) bildet mit seinen vier Punkten den Kern der Arbeit. Der erste Punkt (4.3.1 Auswertung der einzelnen Unternehmen) untersucht den Umsetzungsgrad des CGKI für die analysierten Immobilienunternehmen. Hierbei wird der Umset-

---

<sup>57</sup> Der Begriff des „Soft Law“ ist etwas irreführend, weil es sich bei Kodex-Empfehlungen genau nicht um Gesetze handelt und sie somit nicht rechtsverbindlich sind. Gleichwohl hat sich der Begriff soweit eingebürgert, dass er auch hier übernommen worden ist. Vgl. Hommelhoff / Schwab (2009), S. 78.

zungsgrad ins Verhältnis zum Unternehmenswert, der Unternehmensgröße und dem Handelsvolumen gesetzt und überprüft, welcher Zusammenhang zwischen diesen Variablen besteht. Im zweiten Teil (4.3.2 Auswertung der einzelnen Kodexziffern) werden die Ausprägungen der Kodexziffern einzeln betrachtet. In diesem Teil der Arbeit wird verstärkt auf jene Ziffern und Teile des Kodexes eingegangen, die auf Grund der empirischen Studie besondere Beachtung verdienen. Dazu gehören (1) Teile, die einen besonders hohen Umsetzungsgrad seitens der Unternehmen genießen, (2) Empfehlungen, die unter Angabe von Gründen besonders oft nicht beachtet werden und (3) die Teile des Kodexes, zu denen keine Angaben gemacht oder die weithin missachtet werden. Im letzteren Fall kann es sich sowohl um Bestimmungen als auch um Empfehlungen und Anregungen handeln. Der dritte Punkt des Kapitels (4.3.3 Umsetzung der Empfehlungen) konzentriert sich auf die Empfehlungen unter der Annahme, dass alle Bestimmungen auf Grund ihres gesetzlichen Charakters von den Unternehmen umgesetzt werden. Im vierten Teil (4.3.4 Der Umsetzungsgrad der Immobilienunternehmen im Vergleich zum Umsetzungsgrad der Dax und MDax Unternehmen) werden die Ergebnisse der empirischen Studie mit den Ergebnissen bisheriger Untersuchungen verglichen. Hierbei liegt auf Grund der Besonderheiten der deutschen Kodizes der Schwerpunkt auf deutschen Studien. Eine internationale komparative Betrachtungsweise von CG in Theorie und Praxis müsste den großen Unterschieden in den Kodizes, den Unternehmenskulturen und den unterschiedlichen Praktiken der Unternehmensführung (Shareholder / Stakeholder) Rechnung tragen.

Das fünfte Kapitel „5 Der Corporate Governance Kodex in der deutschen Immobilienwirtschaft - Schlussfolgerungen und Ausblick“ interpretiert zusammenfassend die Ergebnisse, formuliert Annahmen zu eventuellen Schwachstellen des Kodexes und fragt nach Anhaltspunkten, die aus der empirischen Untersuchung hervorgegangen sind, in welche Richtung die Umsetzung zu verbessern sei. Der Abschnitt „5.1 Zur Struktur des Kodexes“ geht auf die drei wichtigen Fragen zur Struktur des DCGK bzw. des CGKI ein, die in dieser Arbeit aus der empirischen Untersuchung hervorgegangen sind: (1) „Trennschärfe“, wie spezifisch sollen die Ziffern bestimmte Sachverhalte abfragen, (2) „Verschlankung“, wie lässt sich vermeiden, dass der DCGK und der CGKI mit jeder Überarbeitung umfangreicher und unübersichtlicher werden und schließlich (3) „Verbindlichkeit und Steuerwirkung des Kodexes“, die zwar eine inhaltliche Frage darstellt, deren Beantwortung aber wesentliche strukturelle Folgen haben könnte, wenn etwa die Bestimmungen aus den Kodizes entfernt würden. In 5.2 werden als „Zentrale inhaltliche Punkte der Kodizes“ Vergütung, Frauenquote, Vielfalt und Weiterbildung / Ausbildung behandelt. Andere Punkte wie Anzahl der Mandate, Altersgrenze, Interessenskonflikte und Transparenz werden zusammenfassend gegen Ende des Kapitels dargestellt, nicht weil sie weniger wichtig wären, sondern weil die zentralen Aussagen der Arbeit an den ersten vier Punkten entwickelt worden sind und es im letzten Teil wesentlich darum geht, die spezifischen Momente herauszuarbeiten, die bei den anderen Punkten ins Blickfeld geraten.

Das abschließende sechste Kapitel „6 Abschließende Bemerkungen“ versucht Bilanz zu ziehen. Nach einer Zusammenfassung der Antworten auf die anfangs gestellten Forschungsfragen (6.1 Zusammenfassung der Arbeit) zeichnet es in den Abschnitten, „Grenzen der Arbeit“ und „Weiterer Forschungsbedarf“ die Reichweite der empirischen Aussagen und ihr Verhältnis zu qualitativen Plausibilitätsaussagen auf. Die Frage in dem Abschnitt „Schlussbemerkung“ ist, ob es sinnvoll und zielführend wäre, im Anschluss an die vorliegende Arbeit und notwendigerweise

wesentlich aufwendiger zu versuchen, immanent stichhaltigere Korrelationen zwischen der CG in den einzelnen Unternehmen der Immobilienbranche und wichtigen anderen Performance Variablen zu erarbeiten. Oder ob es nicht vielmehr darum ginge, den Wissensstand zur Interaktion zwischen DCGK und CGKI einerseits und der Unternehmenskultur, der Politik und der öffentlichen Sphäre andererseits zu vertiefen. Der Umsetzungsgrad des DCGK und des CGKI wird sich mit einer leichteren Handhabbarkeit eines schlankeren und präziser formulierten Kodex gewiss verbessern; vermutlich wichtiger jedoch ist von Seiten der Governance Bewegung, sich aktiv in den gesellschaftlichen Diskurs zur Bedeutung der Bestimmungen, Empfehlungen und Anregungen für die Zukunftsfähigkeit der deutschen Immobilienwirtschaft einzubringen.

## Abbildung 2: Gliederung der Arbeit

1. Einleitung						
1.1 Ausgangslage	1.2 Einordnung von Corporate Governance in die Immobilien- ökonomie	1.3 Problemstellung	1.4 Zielsetzung und wissenschafts- theoretische Einordnung	1.5 Forschungsmethodik	1.6 Gang der Untersuchung	
2. Einordnung des Themas Corporate Governance						
2.1 Von der Governance zur Corporate Governance	2.2 Der Begriff Corporate Governance	2.3 Abgrenzung gegenüber verwandten Termini	2.4 Das Prinzipal-Agenten Problem	2.5 Zusammenfassung		
3. Geschichtliche Aspekte der Corporate Governance						
3.1 Die historische Evolution der Aktiengesellschaften und ihrer gesetzlichen Regulierungen	3.2 Unterschiede zwischen Deutschland und den angelsächsischen Ländern	3.3 Die Entwicklungen in den USA und Großbritannien ab den Siebzigerjahren	3.4 Hauptetappen der Entwicklung in Deutschland	3.5 Deutsche immobilien- spezifische Corporate Governance	3.6 Internationale Corporate Governance Kodizes	3.7 Zusammenfassung
4. Die Umsetzung des Corporate Governance Kodexes						
4.1 Deutsche kapitalmarktorientierte Immobilienunternehmen	4.2 Untersuchungsmethodik	4.3 Empirische Studie	4.4 Zusammenfassung			
5. Der Corporate Governance Kodex in der deutschen Immobilienwirtschaft - Schlussfolgerungen und Ausblick						
5.1 Zur Struktur des Kodex	5.2 Zentrale inhaltliche Punkte der Kodizes	5.3 Zusammenfassung				
6. Abschließende Bemerkungen						
6.1 Zusammenfassung der Arbeit	6.2 Grenzen der Arbeit	6.3 Weiterer Forschungsbedarf	6.4 Schlussbemerkungen			

Quelle: Eigene Darstellung

## 2 Einordnung des Themas Corporate Governance

Das zweite Kapitel legt die begrifflichen Grundlagen der Arbeit. Im ersten Teil wird vom Allgemeinen zum Spezifischen fortschreitend, dem Ursprung und der Entwicklung von Corporate Governance nachgegangen (Abschnitt 2.1). Anschließend wird der Begriff „Corporate Governance“ vertieft (Abschnitt 2.2) und gegenüber verwandten Begriffen wie Ethik, Corporate Responsibility und Compliance abgegrenzt (Abschnitt 2.3), und auf das, durch für die CG konstitutive PA-Problem eingegangen (Abschnitt 2.4).

### 2.1 Von der Governance zur Corporate Governance

Der englische Begriff „Governance“ hat sich auch im deutschen Sprachgebrauch eingebürgert und hat keine gleichwertige deutsche Entsprechung. „To govern“ heißt im Englischen „regieren“, „leiten“, „steuern“, „government“ ist die Regierung, „governance“ bezieht sich auf den Prozess, auf die Aktion oder die Art des Regierens. Auf allgemeinsten Ebene kann sich der Begriff auf alle Organisationsformen beziehen, von individueller zu globaler Governance, von Arbeitsgruppen über Vereine, von Unternehmen bis hin zu Staaten und der gesamten Weltgemeinschaft.<sup>58</sup> Unter dem Begriff „Governance“ versteht man das „Regierungshandeln im weitesten Sinne“<sup>59</sup> zum wertenden Begriff wird er als „Good Governance“, ein Sammelbegriff für „Best Practice“ im Bereich des Regierungshandelns. Dabei geht es nicht nur um Effizienz in der öffentlichen Verwaltung, sondern auch um Aspekte wie die Eindämmung von Korruption und Vetternwirtschaft, sowie die Errichtung rechtsstaatlicher und transparenter Beziehungen zwischen öffentlichem und privatem Sektor.<sup>60</sup>

Die Kommission zur globalen Governance definiert in diesem Sinne Governance als die Summe der Art und Weise, in denen Individuen und öffentliche und private Institutionen ihre gemeinsamen Angelegenheiten regeln. Es handelt sich um einen kontinuierlichen Prozess, durch den konfligierenden oder unterschiedlichen Interessen Rechenschaft getragen werden kann, um zu kooperativem Handeln zu kommen. Sie schließt formale Institutionen und Regelwerke ein, die Befolgung (compliance) erzwingen können, wie auch informale Arrangements, auf die sich Menschen oder Institutionen entweder geeinigt haben, oder die sie als in ihrem Interesse erachten<sup>61</sup>. Die Kommission spricht zentrale Momente des Governance Begriffes an, die auch in dieser Arbeit Gegenstand der Reflexion sind, so etwa den Prozesscharakter. Governance verlangt eine kontinuierliche Neuausrichtung, Anpassung und Überprüfung der Regulierung von Abläufen, die sich in einem Feld divergierender und im ersten Anlauf als gleichermaßen legitim zu betrachtender Interessen vollziehen, sowie die Gemengelage zwischen verbindlichen Regeln (Gesetzen, Verordnungen), deren Einhaltung erzwungen werden kann und Selbstverpflichtungen, deren Befolgung innerhalb bestimmter Gruppen verbindlich sein oder nur Empfehlungscharakter haben kann. Governance als Regulierungsmechanismus geht also über „government“, das Regieren durch Gesetze und Verordnungen hinaus und schließt über diesen „harten“ Kern des gesetzlichen „Muss“ gruppenspezifisch bindende Regeln und „weichere“

---

<sup>58</sup> Vgl. Lütz (2006), S. 13f.

<sup>59</sup> Gabler Wirtschaftslexikon (2000), S. 1325.

<sup>60</sup> Vgl. Gabler Wirtschaftslexikon (2000), S. 1324.

<sup>61</sup> The Commission of Global Governance (1995), S. 4f.



Formen der Selbstregulierung und Selbstverpflichtung ein. Sie kommt zum Tragen in komplexen Handlungsfeldern und solchen, die durch Gesetze nicht ausreichend reguliert bzw. regulierbar sind.<sup>62</sup>

Mit der Beschleunigung des Globalisierungsprozesses seit den Achtzigerjahren des letzten Jahrhunderts hat auch die Global Governance an Bedeutung gewonnen, um transnationale Interaktionen zu regeln, die mehrere Staaten und Regionen betreffen und für die es keine institutionell verankerte Macht gibt, die die Einhaltung von Regeln in der letzten Instanz erzwingen kann. Mit den Worten von Joseph Stiglitz: wir haben keine Weltregierung, stattdessen haben wir „global governance without global government“.<sup>63</sup>

## 2.2 Der Begriff Corporate Governance

Im privaten Bereich sprechen wir von „Corporate Governance“<sup>64</sup> und der Begriff grenzt sich von der reinen „Governance“ durch den Zusatzbegriff „Corporate“ ab. „Corporate“ bedeutet so viel wie „Firma“, „Unternehmen“ oder „Gesellschaft“ und gemeint sind große Firmen, „Corporations“. Es gibt zwar keine genaue Definition für Corporate Governance,<sup>65</sup> dennoch stellt der Begriff eine feste Größe in der internationalen Theorie und Praxis dar.<sup>66</sup> Ins Deutsche wird CG unter anderem mit „Grundsätze der Unternehmensführung“ oder „Unternehmensleitung und –kontrolle“ übersetzt. Auf dieser Ebene geht es um die Rechte, Aufgaben und Verantwortlichkeiten der Unternehmensorgane Geschäftsführung, Vorstand und Aufsichtsrat und die der Anteilseigner, Mitarbeiter und der weiteren Interessensgruppen am Unternehmen. „Damit sind alle einbezogen, die vom Erfolg eines Unternehmens profitieren oder bei Misserfolg Verluste erleiden.“<sup>67</sup>

Auf allgemeinsten Ebene bezeichnet Corporate Governance Regeln und Ansätze für eine transparente und gerechte Leitung von Unternehmen: „Corporate Governance bezeichnet den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens. Unvollständige Verträge und unterschiedliche Interessenlagen bieten den Stakeholdern prinzipiell Gelegenheiten wie auch Motive zu opportunistischem Verhalten. Regelungen zur Corporate Governance haben grundsätzlich die Aufgabe, durch geeignete rechtliche und faktische Arrangements die Spielräume und Motivationen der Akteure für opportunistisches Verhalten einzuschränken.“<sup>68</sup> Im Wesentlichen bezieht sich CG auf große Unternehmen, in denen Kapitaleigentum und Kontrolle voneinander getrennt sind und somit auf Kapitalgesellschaften und auf die Beziehung zwischen Aktionären und Management. Corporate Governance soll dabei einen Beitrag zur Einhegung des Prinzipal-Agenten (PA) Problems liefern. Aber auch Probleme im Verhältnis von Mehrheits- und Minderheitsaktionären sind Gegenstand von CG.

<sup>62</sup> Vgl. Plessis / Großfeld / Saenger / Sandrock (2012), S. 11.

<sup>63</sup> Vgl. Stiglitz (2002), S. 18.

<sup>64</sup> Der Begriff „Corporate Governance“ erscheint erstmals 1976 in einem Buch von Courtney C. Brown „Putting the Corporate Board to Work“, vgl. Müller (2007), S. 26.

<sup>65</sup> Vgl. Plessis / Saenger (2012), S. 15.

<sup>66</sup> Vgl. Müller (2007), S. 26.

<sup>67</sup> Gabler Wirtschaftslexikon (2000), S. 653.

<sup>68</sup> Gabler Wirtschaftslexikon (2012A).

Auch wenn Umwelt- oder Antikorruptions- Erwägungen in CG-Regelwerken eine Rolle spielen,<sup>69</sup> sind diese Themen von der reinen CG zu trennen.

CG befasst sich somit mit der Kontrolle und der Machtausübung auf der Ebene (großer) Unternehmen, was Müller mit folgenden Worten beschreibt: „Bereits aus der wörtlichen Übersetzung ergibt sich, dass Corporate Governance sowohl als Führung gegen innen wie auch als Leitung von außen verstanden werden kann. Nicht nur die Sicht des Verwaltungsrates bezüglich der internen Organisation, sondern auch die Sicht des Aktionärs bezüglich externer Unternehmenskontrolle kommt also in der Corporate Governance zum Ausdruck.“<sup>70</sup>

### Abbildung 3: Funktion der Corporate Governance

Funktion der Corporate Governance	
Im Sinne einer Organisationsregelung	Im Sinne einer Organisationsbeziehung
Spitzenverfassung der Unternehmensführung, d.h. sachgerechte Festlegung der Aufgaben und zweckmäßige Strukturierung bzw. Zusammensetzung der obersten Leitungsorgane	Verhältnis der obersten Leitungsorgane zu den Aktionären und zu den unternehmensrelevanten Anspruchsgruppen (Shareholder Value und Stakeholder Value)

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Müller (2007), S. 27.

Die Definitionen von Corporate Governance in der Literatur sind so zahlreich wie unterschiedlich. Dennoch haben alle CG Definitionen eine gewisse Gemeinsamkeit. „Corporate Governance steht für verbindliche Regeln, Selbstkontrolle und für ein hohes Maß an Transparenz“<sup>71</sup> oder „als das System der Leitung und Kontrolle von Unternehmen“<sup>72</sup>, bzw. „als Gesamtheit der Sachverhalte, der institutionellen Gegebenheiten und Mechanismen, die bestimmen, wie in Unternehmen wichtige Entscheidungen getroffen werden und wie Leitung und Kontrolle ausgeübt werden.“<sup>73</sup> Die Europäische Kommission übernimmt in ihrem Grünbuch „The EU corporate governance framework“, die Definitionen von einer anderen Institution „Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled“<sup>74</sup> und vervollständigt sie mit der Definition einer weiteren „a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders.“<sup>75</sup> Das Ergebnis liest sich dann so: “Corporate governance is traditionally defined as the system by which companies are directed and controlled and as a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and its other stakeholders.“<sup>76</sup>

<sup>69</sup> Vgl. OECD (2004B), S. 12.

<sup>70</sup> Müller (2007), S. 27.

<sup>71</sup> Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft (2011).

<sup>72</sup> Europäische Kommission (2011B).

<sup>73</sup> Schmidt / Weiß (2009), S. 164.

<sup>74</sup> The Cadbury Report (1992), S. 15.

<sup>75</sup> OECD (2004A), S. 11.

<sup>76</sup> Europäische Kommission (2011A), S. 2.

Einige Definitionen beziehen sich direkt auf die Prinzipal-Agenten-Problematik: „The cornerstone assumption of industry best practice and academic research is that one of the main objectives of governance is to create alignment of interest between management and stockholders“<sup>77</sup>: „Die Grundannahme in der Berufspraxis und der wissenschaftlichen Forschung ist, dass einer der Hauptziele von Governance der Interessensausgleich zwischen Management und Anteilseignern ist“. La Porta et al. beschreiben CG als „Corporate governance is, to a large extent, a set of mechanisms through which outside investors protect themselves against expropriation by the insiders.“<sup>78</sup> Shleifer / Vishny formulieren ganz ähnlich: „Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.“<sup>79</sup>

Corporate-Governance-Praktiken betreffen „das ganze Geflecht der Beziehungen zwischen dem Management eines Unternehmens, dem Aufsichtsorgan, den Aktionären und anderen Unternehmensbeteiligten (Stakeholder). Die Corporate Governance liefert auch den strukturellen Rahmen für die Festlegung der Unternehmensziele, die Identifizierung der Mittel und Wege zu ihrer Umsetzung und die Modalitäten der Erfolgskontrolle. Ein gutes Corporate-Governance-System sollte dem Aufsichtsorgan und der Unternehmensleitung die richtigen Anreize zur Verfolgung der im Interesse des Unternehmens und seiner Aktionäre liegenden Ziele geben und eine wirkungsvolle Überwachung erleichtern.“<sup>80</sup>

Warum ist der Begriff der CG so vieldeutig? Betrachtet man die gerade angeführten Definitionen, werden die folgenden zwei Begründungen ersichtlich:

(1) Corporate Governance ist in die Unternehmenskulturen der verschiedenen nationalen Volkswirtschaften eingebettet, die auch im Zeitalter der Globalisierung eine wichtige Rolle spielen und wird entscheidend durch sie bestimmt. Die Unterschiede in den Rahmenbedingungen und Unternehmenskulturen bilden sich auch in den Corporate Governance Grundsätzen und somit in den Kodizes ab.<sup>81</sup>

(2) Ein zweiter Grund für die Vielfalt der Corporate Governance Regelwerke ist die Vielfalt der Autoren, die sie verfassen. CG Kodizes werden in den verschiedenen Ländern von den unterschiedlichsten Parteien auf internationaler sowie nationaler Ebene aufgestellt.<sup>82</sup> Hierzu gehören der Gesetzgeber, Börsen, institutionelle Investoren oder Expertenvereinigungen, die mit oder ohne Unterstützung der jeweiligen nationalen Regierung gearbeitet haben, Unternehmen, die Corporate Governance Grundsätze in ihrer Unternehmensatzung oder Geschäftsordnung verankern<sup>83</sup> bzw. Unternehmensgruppen und andere Institutionen wie zum Beispiel die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, die Europäische Union (EU) und – für diese Arbeit von zentralem Interesse – die „Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft e.V.“ Die Kodizes können für eine größere Gruppe von Unternehmen gel-

---

<sup>77</sup> Vgl. Giambona (2008), S. 3.

<sup>78</sup> La Porta / Lopez-de-Silanes / Shleifer / Vishny (2000), S. 4.

<sup>79</sup> Shleifer / Vishny (1997), S. 737.

<sup>80</sup> OECD (2004B), S. 11.

<sup>81</sup> Vgl. Plessis / Luttermann (2012), S. 473.

<sup>82</sup> Vgl. Pohle / Werder (2002), S. 737f.

<sup>83</sup> Vgl. Hommelhoff / Schwab (2009), S. 111.

ten, die entweder eine gemeinsame Rechtsform haben<sup>84</sup> (z.B. Aktiengesellschaften) oder die Branche, in der sie tätig sind (z.B. Immobilienwirtschaft). Was CG im konkreten Fall bedeutet, wird folglich deutlich, wenn ins Blickfeld gerät, was durch sie geregelt werden soll, und in welchen Aktionsfeldern sie für welche Akteure handlungsleitend sein soll.

Eine grundlegende Funktion von CG ist es, gegenüber vielfältigen Investoren, privaten und institutionellen Anlegern, Banken und Staaten Vertrauen aufzubauen<sup>85</sup> und so vor allem bei den institutionellen Anlegern die Bereitschaft zu erhöhen, in die entsprechenden Unternehmen zu investieren. CG soll Transparenz schaffen, denn Unternehmen, die in Branchen tätig sind, die außenstehenden Aktionären zu komplex und undurchsichtig erscheinen, werden Schwierigkeiten bei der Beschaffung von Mitteln auf dem Kapitalmarkt haben.<sup>86</sup> Um die Überwachungskosten der Investoren zu minimieren, werden diese Kosten internalisiert und den Unternehmen Vorschriften gemacht bzw. von ihnen als Selbstverpflichtung formuliert, wie sie sich gegenüber der Öffentlichkeit verhalten sollen. Hierzu gehören Veröffentlichungsvorschriften von Kennzahlen und der Vergütung des Managements, Insider Aktienhandel und Interessenkonflikte.<sup>87</sup>

Länderübergreifend hat der Corporate Governance Diskurs immer in der Folge von Unternehmenszusammenbrüchen und krisenhaften Entwicklungen an Intensität gewonnen, sprich in dem Maße, wie deutlich wurde, dass Gesetze und das freie Spiel des Marktes zu destruktiven Abläufen führten. Die daraus entstandenen Konzepte von Überwachungs- und Selbstregulierungssystemen sind zwar unterschiedlich, zielen aber dennoch alle darauf ab, eine effiziente Unternehmensleitung, eine zielgerichtete Zusammenarbeit der Unternehmensleitung und -überwachung, Transparenz in der Unternehmenskommunikation, einen angemessenen Umgang mit Risiken, eine Ausrichtung der Managemententscheidungen auf langfristige Wertschöpfung und die Wahrung von Aktionärsinteressen zu gewährleisten.<sup>88</sup>

### 2.3 Abgrenzung gegenüber verwandten Termini

Corporate Governance beschäftigt sich also grundlegend mit der Art und Weise der Unternehmensführung und -überwachung; Schlüsselbegriffe sind dabei Integrität, Transparenz und Partizipation. Diese normativen Begriffe sind auch Teil des Diskurses über Corporate (Social) Responsibility, Compliance und Risk Management. Was sind die Schnittmengen zwischen Corporate Governance, Corporate Responsibility und Compliance und Risk Management und wie sind sie in das übergreifende Thema ethischen Handelns einzuordnen? Um Corporate Governance im Verhältnis zu ethischem Handeln begreifen zu können, gilt es, sich einen Moment des Anspruchs der Ethik als Unterdisziplin der Philosophie zu vergegenwärtigen.

Unterschieden wird zwischen deskriptiver und normativer Ethik. Während die deskriptive Ethik Normensysteme beschreibt, ohne diese zu bewerten, bezieht die normative Ethik Stellung und versucht, Kriterien für gutes sowie schlechtes (böses) Handeln und die Bewertung seiner Motive und Folgen aufzustellen. Ethik reflektiert allgemeine Grundsätze und welches Vorgehen in be-

---

<sup>84</sup> Vgl. Werder (2009), S. 20.

<sup>85</sup> Tirole beschreibt CG mit: „The standard definition of corporate governance among economists and legal scholars refers to the defense of shareholders' interests“, Tirole (2001), S. 1.

<sup>86</sup> Vgl. Buck / Tull (2000), S. 121.

<sup>87</sup> Vgl. Morck / Steier (2005), S. 5.

<sup>88</sup> Vgl. Hennen (2007), S. 3f.

stimmten Situationen moralisch korrekt ist.<sup>89</sup> Für diese Arbeit ist sicherlich die normative Ethik von Bedeutung. Sie zielt auf Handeln ab und steht damit vor einem doppelten Begründungszusammenhang: zum einen dem der Normen selbst. Woraus leiten sich die ethisch angemessenen und moralisch richtigen Verhaltensweisen in einer gegebenen Situation ab? Und zum zweiten: Was könnten die Beweggründe sein, damit das einmal als moralisch richtig erkannte Handeln tatsächlich praktisches Handeln wird?

Uns beschäftigt in dieser Arbeit weniger die erste Frage nach dem Ursprung und der Begründung der geltenden Normen; wir betrachten den Deutschen Corporate Governance Kodex und seine immobilienpezifische Version als gegeben. Sehr wohl interessiert jedoch die zweite Frage: Warum ethisch handeln? Warum einen Governance Kodex befolgen? Wenn wir nicht auf die Intuition eines, allen Menschen gemeinsamen Empfindens und Wollens rekurren wollen oder auf ein, ausschließlich sich auf rationale Einsicht gründendes Handeln, ist vielleicht für unsere Zwecke eine utilitaristische Begründung am angemessensten. Ethisch handeln ist, so der Vater des Utilitarismus, Jeremy Bentham, nicht nur anständig und vernünftig, sondern bringt auch mittel- und langfristig allen Beteiligten den größten Nutzen.<sup>90</sup>

„Wirtschaftsethik“, die Ethik für die Wirtschaft, wendet ethische Grundsätze auf ein wichtiges Subsystem der Gesellschaft, die Ökonomie, an und thematisiert die Zielkonflikte, die sich zwischen ethischem Handeln und Eigennutz ergeben können. Wirtschaftsethik gibt keine praktischen Anweisungen, wie in bestimmten Fällen zu handeln sei, sondern versucht, den Bezug zwischen einer normativ neutralen Sphäre wie dem Markt, in der jeder Beteiligte seinen Eigennutz zu maximieren versucht und ethischen Werten wie Nachhaltigkeit, Verantwortung und Solidarität herzustellen. Auf der einen Seite steht die Ökonomie, in der es um das Kosten / Nutzen Verhältnis geht und um den bestmöglichen Eigennutzen eines Unternehmens auf einem Wettbewerbsmarkt, auf der anderen steht die Ethik mit ihrer Forderung nach einem von „gut“ und „schlecht“ geleitetem Handeln. Erbringt ein Unternehmen gegenüber seinen Wettbewerbern aus moralischen Gründen kostenträchtige Vor- und Mehrleistungen, muss es fürchten (vorausgesetzt die anderen Unternehmen verhalten sich moralisch weniger korrekt), aus dem Markt gedrängt zu werden. Es scheint also, als ob in einer Marktwirtschaft mit Wettbewerb Moral und Ökonomie, Solidarität und Wettbewerb in einem unlösbaren Gegensatz stehen würden.<sup>91</sup>

Der Nobelpreisträger Milton Friedman formulierte in diesem Sinne seine berühmte These, dass es eine und nur eine soziale Verantwortung eines Unternehmens gibt, nämlich die Ressourcen so einzusetzen und so zu handeln, dass der Profit gesteigert wird. Einzige Bedingung dabei ist, diesen Profit im offenen und freien Wettbewerb ohne Hintergehung und Betrug zu erzielen.<sup>92</sup> Dies scheint allerdings eine etwas verengte Sicht der Realität, die dem tatsächlichen Verhalten vieler Unternehmen nicht gerecht wird. Es sind auch moralische Ansprüche, aus denen heraus Unternehmen übertarifliche Löhne zahlen, Sozialleistungen bieten und sich für Umweltschutz,

---

<sup>89</sup> Vgl. Höffe / Forschner / Horn / Vossenkuhl (2008), S. 71-73.

<sup>90</sup> Jeremy Bentham „An Introduction to the Principles of Morals and Legislation“, Vgl. hierzu Bentham (1907).

<sup>91</sup> Vgl. Homann / Lütge (2005), S. 25.

<sup>92</sup> „there is one and only one social responsibility of business – to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud.“, Friedman (1970), S. 124.

Kultur und Wissenschaft engagieren.<sup>93</sup> Dennoch möchte man Friedman nicht gänzlich widersprechen: Unternehmen werden und sollen nur „Opfer“ bringen (Maßnahmen, die der eigenen und zugleich allgemeinen Besserstellung dienen), wenn sich diese mittel- und langfristig positiv auf die Bilanz auswirken. Hierzu gehören die genannten gesellschaftlichen und umweltbezogenen Aktivitäten.<sup>94</sup>

Gleichwohl entstehen auch aus dieser Sicht moralischer Verpflichtungen für Wirtschaftsunternehmen Konflikte, die sich im Kontext der Wirtschaftsethik wesentlich als Widerspruch von kurzfristigen und langfristigen Interessen präsentieren. Der kurzfristige Marktvorteil, sich unethisch zu verhalten, schadet langfristig dem Unternehmen, der jeweiligen Branche und der Gesamtwirtschaft. Der zentrale Ort für die Durchsetzung ethischer Werte im ökonomischen Alltag kann deshalb nicht allein das Gewissen und die rationale Einsicht des Einzelnen sein, sondern die allgemeinen Rahmenbedingungen - durch Gesetz oder einen Kodex bestimmt - müssen dem Entscheidungsträger massive Hilfestellung leisten, um zwischen nachhaltigem, verantwortlichem, solidarischem Handeln und Eigeninteresse zu vermitteln. „Die Effizienz in den Spielzügen, die Moral in den Spielregeln.“<sup>95</sup> Die „Unternehmensethik“ ist wiederum ein Teilgebiet der Wirtschaftsethik, das die allgemeinen Reflexionen jener auf den Boden unternehmerischen Alltagshandelns holt. In unserem Zusammenhang ist der steigende Stellenwert der Unternehmensethik in der öffentlichen Diskussion von Bedeutung und damit die tendenziell wachsende Rolle der Kodizes, dem nur vom Eigennutz bestimmten marktgesteuerten Verhalten der Akteure normativ hinterlegte Rahmenbedingungen zu geben und zwar im Interesse mittel- und langfristiger Optimierung für das eigene Unternehmen und den gesamten Wirtschaftszweig.

Vom einzelnen Akteur ist es, wie bereits betont, viel verlangt, dass er den Eigennutz aufgrund moralischen Bewusstseins oder rationaler Einsicht oder beidem unberücksichtigt lässt und nicht die Bilanz fälscht, Informationen geheim hält, Preise abspricht, toxische Papiere auf den Markt bringt. Als Gegengewicht zum Eigennutz und zur Steuerung durch den Markt dienen Systeme der Selbstverpflichtung wie sie auf allgemeiner Ebene als „Corporate Responsibility“ formuliert sind.

Corporate Social Responsibility (CSR) lässt sich mit „Unternehmerische Gesellschaftsverantwortung“ übersetzen und hat eine über fünfzigjährige Geschichte.<sup>96</sup> Auf seiner Homepage schreibt das Bundesministerium für Arbeit und Soziales: „Vorausschauend wirtschaften, fair mit Beschäftigten umgehen, Verantwortung für Gesellschaft und Umwelt übernehmen, das sind die Grundpfeiler von Corporate Social Responsibility (CSR). CSR ist kein „Sahnehäubchen“, das sich Firmen leisten, weil es modern ist, sondern ein Grundpfeiler der sozialen Marktwirtschaft. Gesellschaftliches Engagement von Unternehmen stärkt die Volkswirtschaft und die Gesellschaft. CSR lohnt sich.“<sup>97</sup> CSR soll von Unternehmen, Organisationen und Institutionen über die gesetzlichen Pflichten hinaus umgesetzt werden und dazu dienen, „soziale Belange und Umweltbelange in ihre Unternehmenstätigkeit und in die Wechselbeziehungen mit den Stakeholdern zu

---

<sup>93</sup> Vgl. Homann / Lütge (2005), S. 83.

<sup>94</sup> Vgl. Suchanek (2008), S. 4.

<sup>95</sup> Homann / Blome-Drees (1992), S. 35.

<sup>96</sup> Vgl. Lin-Hi (2008), S. 2.

<sup>97</sup> Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2012).

integrieren<sup>98</sup> und somit einen freiwilligen Beitrag der Wirtschaft zu einer nachhaltigen Entwicklung leisten. Im Kern geht es darum, dass Unternehmen Teil der Gesellschaft sind und einen Beitrag zum Sozialleben leisten. Es geht nicht darum, was Unternehmen machen sollten, sondern auch darum, wo die Grenzen ihrer Verantwortung liegen.<sup>99</sup> CSR umfasst die moralischen, sozialen und ethischen Verhaltens-Standards, die von den Gesellschaften durch die Einrichtung von in-house Richtlinien und Verhaltenskodizes etabliert werden. CSR ist keine gesetzliche Pflicht, sondern nur eine interne Anforderung, die Unternehmen versuchen zu erfüllen, um in der Regel aus Marketing-Sicht zu profitieren.<sup>100</sup> Wie auch Teile der Corporate Governance Kodizes stellt CSR also ein selbstverpflichtendes Instrument der Wirtschaft dar, angesiedelt im Raum zwischen Markt und Gesetz. Beispiele für CSR Aktivitäten von Unternehmen sind die Mitarbeit der Beschäftigten während der Arbeitszeit in sozialen oder ökologischen Projekten. Speziell auf Immobiliengesellschaften bezogen, kann CSR heißen: der Bau energiesparender Immobilien, Einrichtung von Kindertagesstätten in großen Bürokomplexen, Ruheräume oder behindertengerechte Zugänge, aber auch die Bereitstellung von Ausbildungsplätzen für Jugendliche.<sup>101</sup>

„Compliance“ steht eine Stufe tiefer als CSR, Governance Kodizes oder anderen Regelwerke und bezieht sich auf die Kontrolle der Umsetzung jener. Corporate Governance schreibt Unternehmen eine Compliance Abteilung oder zumindest einen qualifizierten Compliance Officer vor, der verantwortlich für die Einhaltung der gesetzlichen Corporate Governance Bestimmungen ist. Der Vorstand einer AG hat dem Unternehmen gegenüber eine Legalitätspflicht und muss bei der Leitung der Geschäfte dem geltenden Recht entsprechen. Nicht nur ist der Vorstand dazu verpflichtet, sich rechtsgetreu zu verhalten, indem er Gesetz und Satzung einhält; die Legalitätspflicht schließt auch eine organisatorische Pflicht des Vorstandes ein, die Gesellschaft so zu führen, dass die Einhaltung der Satzung und der gesetzlichen Bestimmungen in allen operativen Abteilungen des Unternehmens und der Tochtergesellschaften gesichert ist. Er hat somit für das rechtmäßige Verhalten des Unternehmens im Außenverhältnis Sorge zu tragen. Compliance bezeichnet den operativen Teil dieser Verpflichtung des Vorstands, den dieser in der Regel an eine entsprechende Abteilung oder einen Beauftragten delegiert.<sup>102</sup> Compliance ist in diesem Sinne ein neutraler Begriff und steht allgemein für die Durchsetzung und Überwachung der Einhaltung und Umsetzung bestimmter Regeln, Gesetze und Richtlinien innerhalb von Unternehmen.

Nach dem CGKI hat der Vorstand für die „Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen und der unternehmensinternen Richtlinien zu sorgen und wirkt auf deren Beachtung durch die Konzernunternehmen hin (Compliance).“<sup>103</sup> Entscheidend für die Wirksamkeit des Compliance Managements sind die Rechte der jeweiligen Abteilung, bzw. des Beauftragten. Kann er selbst-

---

<sup>98</sup> Kommission der Europäischen Gemeinschaften (2001), S. 7.

<sup>99</sup> Vgl. Lin-Hi (2008), S. 2-3.

<sup>100</sup> Vgl. Casper (2012), S. 361.

<sup>101</sup> Vgl. Etwa auch zum folgenden die Aktivitäten der Gundlach Gruppe unter <http://www.gundlachbau.de/web/nachhaltigkeit/ueberblick.html>.

<sup>102</sup> Vgl. Casper (2012), S. 361-363; Rieger (2012), S. 21.

<sup>103</sup> CGKI (2010), S. 7.

ständig und ohne Benachrichtigung des Vorstands Mitarbeiter befragen? Berichtet er dem Vorstand oder dem Aufsichtsrat?<sup>104</sup>

Aus dem Gesagten wird deutlich, warum diese Arbeit davon ausgeht, dass die Angaben in den Entsprechenserklärungen den Tatsachen entsprechen und nicht noch eigens die Frage nach der tatsächlichen Compliance stellt. Die Entsprechung zwischen den gemachten Erklärungen und dem tatsächlichen Verhalten in einer Branche oder auch nur einer Firmengruppe erforschen zu wollen, wäre ein sehr aufwendiges Unternehmen, das ein hohes Maß an Kooperation von Seiten der untersuchten Firmen voraussetzen würde. Es lässt sich allerdings sicherlich sagen, dass eine starke und unabhängige Compliance Abteilung, die aktiv die Diskrepanz zwischen dem CG Kodex und der täglichen Praxis zu mindern versucht, die Governance eines Unternehmens deutlich stärkt.

Risk Management (RM) ist, wie der Begriff schon vermuten lässt, das Management aller relevanten Risiken, die ein Unternehmen negativ beeinflussen können. Manche Risiken sind von so großer Bedeutung, dass sie die Fortführung eines Unternehmens gefährden können. Das Thema Risikomanagement ist auch Bestandteil des CGKI (Ziffer 4.1.4): „Der Vorstand sorgt für ein angemessenes Risikomanagement und Risikocontrolling im Unternehmen.“<sup>105</sup> Diese Anforderung wird durch das AktG untermauert.<sup>106</sup> Risk Management ist somit ein Teil der Corporate Governance.

Jenseits der Selbstdarstellung von Unternehmen soll die Zertifizierung die Einhaltung bestimmter Vorgaben und Standards objektiv bestätigen, „Akkreditierung ist die Bestätigung durch eine dritte Seite, die formal darlegt, dass eine Konformitätsbewertungsstelle die Kompetenz besitzt, bestimmte Konformitätsbewertungsaufgaben durchzuführen.“<sup>107</sup> Die zumindest formal gediegenste Form der Zertifizierung ist jene durch unabhängige Agenturen, die selbst wiederum einer Kontrolle Dritter (oft staatlicher Stellen) unterliegen. Die schwächere Form der Zertifizierung findet durch Organisationen statt, denen das Unternehmen selbst angehört, oder noch schwächer durch eine schlichte Selbsterklärung des Unternehmens, bestimmten Standards zu genügen. Ein gutes Beispiel hierfür ist die Abgabe einer Entsprechenserklärung. Die Unternehmen bestätigen mit einer solchen Erklärung, dass sie sich an den DCGK oder den CGKI halten, eine Überprüfung seitens einer unabhängigen Stelle erfolgt nicht.<sup>108</sup> Auch die Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft e.V. zertifiziert Unternehmen. Da der wirtschaftliche Erfolg von Unternehmen zunehmend durch die Integrität von Managementhandlungen und Geschäftsmodellen sowie die Wahrnehmung gesellschaftlicher Verantwortung bestimmt wird, beschäftigt sich die Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft „mit der Definition und Umsetzung anerkannter und überprüfbarer Standards und deren Festschreibung in Grundsätzen ordnungsgemäßer und lauterer Unternehmensfüh-

---

<sup>104</sup> Vgl. Casper (2012), S. 361f.

<sup>105</sup> CGKI (2010), S. 7.

<sup>106</sup> Vgl. § 91 II AktG.

<sup>107</sup> Definition des Begriffs Akkreditierung nach DIN EN ISO/IEC 17011.

<sup>108</sup> Die verbreitetsten Zertifizierungssysteme für Unternehmen in Deutschland sind die ISO (Internationale Organisation für Normung), Zertifizierungen, die Unternehmen bescheinigen, dass ein Qualitätsmanagementsystem eingeführt wurde und angewendet wird (ISO 9001). Unternehmen können ihre Informationssicherheitsmanagementsysteme (ISO 27001), Energiemanagementsysteme (ISO 50001) oder Reklamationsmanagementsysteme (ISO 10002) zertifizieren lassen.



rung.“<sup>109</sup> So wurde von der ICG ein WerteManagement-System und ein Zertifizierungssystem entwickelt und ein Pflichtenheft verabschiedet, um diese Standards zu unterstützen. Möchte sich ein Unternehmen zertifizieren lassen, muss es eine Unterwerfungserklärung unterzeichnen. Die bekannteste Zertifizierung auf Unternehmensebene in der Immobilienwirtschaft ist die RICS-Akkreditierung „Regulated by RICS“. Mit dem Qualitätssiegel wird bestätigt, dass sich das betroffene Unternehmen verpflichtet hat, sich einem strengen Verhaltenskodex zu unterwerfen und hohe berufliche und ethische Standards in seinen Geschäftspraktiken einzuhalten.

Governance allgemein und Corporate Governance im Besonderen sind also Teil eines umfassenderen Diskurses zur Wirtschafts- und Unternehmensethik sowie der sozialen Verantwortung von Unternehmen. Auf der Seite der Umsetzung sind Compliance und Zertifizierung die relevanten Bereiche, um mit unterschiedlicher Stringenz die Entsprechung zwischen erklärtem und faktischem Handeln zu bestimmen.

## 2.4 Das Prinzipal-Agenten Problem

In den Wirtschaftswissenschaften wird das Problem, eine Gruppe von Akteuren zu motivieren, zugunsten einer anderen zu agieren und nicht den eigenen Interessen den Vorrang zu geben, als „Prinzipal-Agenten Problem“ gefasst<sup>110</sup>. Es entsteht durch die Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle.<sup>111</sup> Eine mögliche Form, in der es auftritt, ist, wenn ein Prinzipal mit einem Agenten ein vertraglich geregeltes Verhältnis eingeht, das Letzteren verpflichtet, gegen eine festgelegte Entlohnung die Interessen des Ersteren wahrzunehmen, etwa wenn Aktiengesellschaften nicht von ihren Eigentümern, den Aktionären, sondern von einem, für die Unternehmensleitung eingesetzten Management geführt werden „value-maximizing shareholders delegate corporate governance to agents – utility-maximizing managers.“<sup>112</sup> Aus mindestens drei Gründen kann sich eine vertragliche Regelung als unzureichend erweisen, um die Wahrnehmung der Interessen der Aktionäre durch die Unternehmensleitung zu gewährleisten: „Hidden Information“, „Hidden Characteristics“ und „Hidden Action“. Das Management besitzt in der Regel bessere Informationen als die Eigentümer und kann seinen Informationsvorsprung ausnutzen - hierbei spricht man von moralischem Risiko (Moral Hazard)<sup>113</sup> - und Handlungen vor den Aktionären geheim halten. Der Prinzipal kann beim Eintreten eines Ereignisses dann nicht beurteilen, ob der Agent oder andere (externe) Faktoren für das Entstehen des Ereignisses verantwortlich waren (Hidden Information). Sollte das Management - das notwendigerweise nicht genau definier- und überschaubare Handlungsspielräume hat - Handlungen vornehmen, die nicht im Sinne des Prinzipals sind, um auf die Änderungen im Unternehmensumfeld eingehen zu können, spricht

<sup>109</sup> Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft (2012).

<sup>110</sup> Mit „The Modern Corporation and Private Property“ von Adolf Berle und Gardiner Means, erschien 1931 ein erster Versuch einer umfassenden Analyse dieser historisch neuen Situation der Trennung von Eigentum und Kontrolle, die eine weite Rezeption erfuhr und zum Klassiker der Governance Problematik werden sollte. In dem Werk wird die Entstehung großer Unternehmen untersucht und festgestellt, dass in der modernen Welt die Eigentümer keine Kontrolle mehr über jene haben, vgl. Berle / Means (1932), S. 355.

<sup>111</sup> Vgl. Plessis / Großfeld / Saenger / Sandrock (2012), S. 8.

<sup>112</sup> Morck / Yeung (2009), S. 2.

<sup>113</sup> Vgl. Jost (2001), S. 26.

man von „Hidden Action“.<sup>114</sup> „Hidden Characteristics“ beschreibt die Tatsache, dass der Prinzipal bei der Wahl des Agenten nicht all seine Qualifikationen und Eigenschaften kennen bzw. einschätzen kann und somit das Risiko eingeht, den falschen Agenten zu wählen - hierbei kann es zur adversen Selektion kommen (Adverse Selection).<sup>115</sup> Der zwischen dem Prinzipal und dem Agenten geschlossene Vertrag ist also notwendig und nicht aufgrund von Nachlässigkeit immer auch mit Unsicherheit und Risiko verbunden.<sup>116</sup> Der Prinzipal kann sich nie sicher sein, ob der Agent in vollem Umfang dem Geiste des Vertrages entsprechend seine Interessen wahrnimmt oder unzulässig Spielräume nutzt und den eigenen Interessen nachgeht.<sup>117</sup> In der Immobilienwirtschaft spielt das Prinzipal-Agenten Problem (Corporate Governance) eine besonders wichtige Rolle, da auf Grund der Standortgebundenheit die Immobilie ein sehr heterogenes Produkt darstellt, die vielen lokalen Immobilienmärkte das Eintreiben von Informationen erschweren und die Ausgestaltung von Verträgen auf Grund der zyklischen Bewegungen des Immobilienmarktes schwierig ist.<sup>118</sup>

Der Nobelpreisträger Oliver Williamson beschreibt das Prinzipal-Agenten-Problem wie folgt: Selbst wenn ein Manager sein Unternehmen mit dem Ziel der Gewinnmaximierung leitet, wird er immer auch seine eigenen mit den Interessen der Aktionäre vermischen. Für Williamson sind Manager Menschen wie andere auch. Sie haben vielleicht ein wenig mehr Energie und Ehrgeiz, aber im Grunde sind sie an Einkommen, Sicherheit, Prestige, Macht und einem guten Leben interessiert. Die Aktionäre hingegen streben nach Dividenden, einer Steigerung des Aktienkurses und bevorzugten Maßnahmen, die beidem förderlich sind. Aber nicht alles, was ein Manager macht, trägt gleichmäßig zur Steigerung des Unternehmensgewinnes und des Aktienkurses bei. An dieser Stelle entsteht ein Problem.<sup>119</sup> In den meisten Fällen beschränkt sich der Beitrag der Aktionäre für die Unternehmen auf ein, zu einem gewissen Zeitpunkt getätigtes Investment; in der Zeit danach wollen sie dafür entlohnt werden. Dies geschieht in der Regel durch die Ausschüttung einer Dividende, über deren Höhe jedoch der Vorstand entscheidet, der auch für die Entscheidungen verantwortlich ist, die den Gewinn beeinflussen.<sup>120</sup>

Die Institution, die den Aktionären die Möglichkeit geben soll, den Vorstand zu kontrollieren, ist die Hauptversammlung. Er herrscht jedoch Einigkeit darüber, dass dieses Instrument nicht ausreicht, um die Überwachung der Geschäftsleitung zu gewährleisten.<sup>121</sup> So sind noch andere Instrumente entstanden, die dafür sorgen sollen, dass die Interessen der Aktionäre mit denen des Managements in Einklang gebracht werden. Hierzu gehören vor allem: der Aufsichtsrat, der Aktivismus der Aktionäre, die Beteiligungsmärkte, die Reputation der einzelnen Manager sowie erfolgsabhängige Verträge.<sup>122</sup>

---

<sup>114</sup> Vgl. Kräkel (2004), S. 1176.

<sup>115</sup> Vgl. Jost (2001), S. 27f.

<sup>116</sup> So auch Axel v. Werder: „Die Governanceprobleme des Unternehmens lassen sich im Kern darauf zurückführen, dass die geschlossenen Verträge zwangsläufig bis zu einem gewissen Grade unvollständig sind.“, Werder (2009), S. 5; und ebenso Schmidt / Weiß, „alle Verträge sind unvollständig“, Schmidt / Weiß (2009), S. 168.

<sup>117</sup> Vgl. Waldkirch (2008), S. 5f.

<sup>118</sup> Vgl. Sirmans (1999), S. 4f.

<sup>119</sup> Vgl. Interview mit Williamson in Parkin (1990), S. 204.

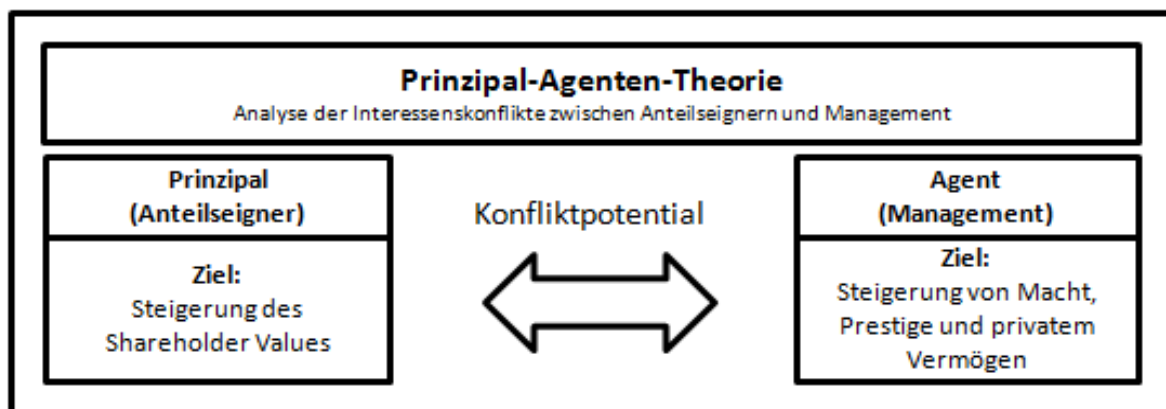
<sup>120</sup> Vgl. Shleifer / Vishny (1996), S. 737.

<sup>121</sup> Vgl. Plessis / Saenger (2012), S. 16.

<sup>122</sup> Waldkirch (2008), S. 6.

CG versucht explizit, vertraglich geregelte Bestandteile der Kooperationsbeziehungen in den Griff zu bekommen (vgl. Abbildung 4). Die Maxime für Manager sollte darin bestehen, die Interessen der Anteilseigner zu vertreten, sprich den Shareholder Value zu maximieren. Durch Corporate Governance soll vermieden werden, dass Manager von dieser Maxime abkommen und stattdessen die eigene Macht, ihr Prestige oder Vermögen steigern.<sup>123</sup> Gesetzliche Regelungen reichen nicht aus, um das PA Problem zu lösen, dieses kann aber durch mehrere Maßnahmen eingedämmt werden. Hierzu gehören: „Monitoring“, die Überwachung des Agenten durch den Prinzipal, die Schaffung von Anreizsystemen, „Signaling“ in Form von Zertifikaten, Zeugnissen, Garantien oder Referenzen und „Screening“ in Form von Assessment Centern, Probezeit oder Gutachterverfahren, wobei „Monitoring“ und die Schaffung von Anreizsystemen das moralische Risiko verringern sollen und „Signaling“ und „Screening“ die adverse Selektion eindämmen sollen.<sup>124</sup>

#### Abbildung 4: Prinzipal-Agenten Theorie



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Kohl / Schäfers / Schulte (2008), S. 235.

Große Konzerne sind heute weltweit unter sich ständig ändernden, gelegentlich fehlenden, teilweise inkonsistenten und manchmal divergenten, in sich widersprüchlichen Regeln tätig. Als Reaktion darauf werden institutionelle Reformen diskutiert, neue soziale Institutionen geschaffen, alte an die Änderungen in dem gesellschaftlichen Umfeld angepasst und als Resultat dessen, die Rechte und Verantwortungsbereiche für Unternehmen neu definiert.<sup>125</sup> An diesem Punkt kommt Corporate Governance<sup>126</sup> als kodifiziertes Regelwerk ins Spiel:<sup>127</sup> Um das Prinzipal-Agenten-Problem einzuhegen und die Rolle des Prinzipals zu stärken,<sup>128</sup> entwickelten sich anfangs, vor allem in Großbritannien, wo die Kodifizierung von CG ihren Ursprung hat, und in den USA, wo die erste umfassende Diskussion einsetzte und schließlich auch in Kontinentaleuropa,<sup>129</sup> die ersten „Codes of Best Practice“, auf die in den nächsten Abschnitten näher eingegangen wird. Durch das Aufstellen von Regeln soll das opportunistische Verhalten der Agenten (Manager oder auch Mehrheitsaktionäre) minimiert werden und das Vertrauen der Kleinanleger gestärkt werden. Diese sind, so die Theorie, dadurch gewillt, den vollen Aktienpreis zu zahlen

<sup>123</sup> Vgl. Kohl / Schäfers / Schulte (2008), S. 235.

<sup>124</sup> Vgl. Kräkel (2004), S. 1176; Wolff / Grassmann (2004), S. 1593.

<sup>125</sup> Waldkirch (2008), S. 12.

<sup>126</sup> Vgl. Macharzina / Wolf (2010), S. 126.

<sup>127</sup> Vgl. Werder (2009), S. 19.

<sup>128</sup> Vgl. Thomsen (2008), S. 27.

<sup>129</sup> Für einen kurzen historischen Abriss mit ausführlichen Literaturhinweisen vgl. auch Hopt (2009), S. 41.

und kleine Anteile am Unternehmen zu halten; hierdurch werden wiederum die Kapitalkosten für die Konzerne gesenkt.<sup>130</sup> Das PA-Problem stellt sich in verschiedenen Ländern unterschiedlich dar und erklärt auch einen Teil der Differenzen zwischen den Regelwerken. Auf die Unterschiede zwischen den angelsächsischen Ländern und Deutschland soll im nächsten Kapitel eingegangen werden.<sup>131</sup>

## 2.5 Zusammenfassung

In diesem Kapitel wurde CG gegenüber verwandten Termini abgegrenzt und ihre Notwendigkeit wurde aus dem Prinzipal-Agenten Problem historisch genetisch und analytisch abgeleitet. Corporate Governance entsteht durch das Prinzipal-Agenten-Problem und betrifft in erster Linie große Konzerne, in denen Eigentum und Kontrolle voneinander getrennt sind. In der Immobilienwirtschaft spielt CG eine wichtige Rolle, da Immobilien ein sehr heterogenes Produkt darstellen und die Branche immer noch von einer hohen Intransparenz geprägt ist. Der Grund warum kein einheitlicher Begriff für CG existiert, sind die Unterschiede zwischen den verschiedenen Rechtssystemen und hier vor allem zwischen den angelsächsischen und den nicht angelsächsischen Ländern.

Im dritten Kapitel sollen die geschichtlichen Aspekte der CG detaillierter aufgegriffen, die internationalen immobiliennahen Kodizes und die nationalen CG-Kodizes näher beschrieben werden.

---

<sup>130</sup> Vgl. Cheffins (2001), S. 95.

<sup>131</sup> Vgl. Abschnitt 3.2 „Unterschiede zwischen Deutschland und den angelsächsischen Ländern“.

### **3 Geschichtliche Aspekte der Corporate Governance**

Das dritte Kapitel der Arbeit ist eine historische Betrachtung, die sich insbesondere auf die Entstehung des deutschen Kodexes konzentriert und zwei Ereignisse aufgreift, die hier eine wesentliche Rolle gespielt haben: der „Neue Heimat-“ und der „Philipp Holzmann-“ Skandal. Der erste Abschnitt des dritten Kapitels (3.1 Die historische Evolution der Aktiengesellschaften und ihrer gesetzlichen Regulierungen) nimmt die Entwicklung der Aktiengesellschaften in den USA, Großbritannien und Deutschland und ihr juristisches Umfeld historisch auf, um dann die Entwicklung des Governance Diskurses während der letzten Jahrzehnte einordnen zu können. Im zweiten Abschnitt wird auf die Unterschiede zwischen den erwähnten Ländern eingegangen (3.2 Unterschiede zwischen Deutschland und den angelsächsischen Ländern). Anschließend wird die historische Entwicklung in den USA, Großbritannien (3.3 Die Entwicklungen in den USA und Großbritannien ab den Siebzigerjahren) und Deutschland (3.4 Hauptetappen der Entwicklung in Deutschland) betrachtet. Das dritte Kapitel schließt mit den Abschnitten „3.5 Deutsche immobilienpezifische Corporate Governance“ - hier stehen vor allem die „Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft e.V.“ und deren, auf die Immobilienbranche angepasster, Kodex im Mittelpunkt - und „3.6 Internationale Corporate Governance Kodizes“ ab, ein Überblick über internationale CG-Kodizes, insbesondere aus der internationalen Immobilienwirtschaft.

#### **3.1 Die historische Evolution der Aktiengesellschaften und ihrer gesetzlichen Regulierungen**

In der Wirtschaft entsteht die Notwendigkeit einer kodifizierten CG dann, wenn unterschiedliche Akteure mit strukturell unterschiedlichen Interessen innerhalb eines Unternehmens agieren, insbesondere, wenn Eigentümer und Unternehmensleitung nicht identisch sind. Es wird dann ein Regelwerk erforderlich, welches die Kompetenzen der verschiedenen Akteure gegeneinander abgrenzt, in einem System von „Checks and Balances“ das interne Funktionieren des Unternehmens optimiert und es nach außen auf dem Markt handlungsfähig macht. Daraus ergibt sich, dass die Rolle der CG mit der wachsenden Größe der Unternehmen und der Ausdifferenzierung von Eigentum, Management und Kontrolle kontinuierlich zugenommen hat. Das war historisch vor allem in den angelsächsischen Ländern mit der Entstehung und Entwicklung von Aktiengesellschaften der Fall. Auch wenn die Geburtsstunde von Corporate Governance nicht genau festgelegt werden kann, gibt es sie offenkundig, seitdem in Unternehmen mögliche Konflikte zwischen Investoren und Managern entstehen konnten.

Die Geschichte der Aktiengesellschaften nimmt im frühen 17. Jahrhundert ihren Anfang. Die weltweit erste Aktiengesellschaft, die „Niederländische Vereinigte Ostindien-Kompanie“, entstand am 20. März 1602 als kaufmännischer Zusammenschluss im Bereich des Überseehandels. Sie stellte zusammen mit der Britischen „East India Company“, gegründet am 24. September 1599, das erste „moderne“ Unternehmen dar. Die Handelsgesellschaften waren mit königlichen Satzungen ausgestattet, und es wurden ihnen Handelsmonopole verliehen. Der Kolonialhandel war mit großen Kosten und Risiken verbunden, die nicht mehr von Einzelpersonen getragen werden konnten. Die Gesellschaften begannen, um private Investitionen zu werben

(ohne den privaten Investoren Kontrolle über die Gesellschaften zu übertragen), und ihre Mitglieder handelten auf gemeinsame Rechnung. Die Kontrolle hatte damals noch der Staat (die Königreiche); geführt wurden die Unternehmen aber bereits von Geschäftsführern, die weitreichende Autonomie besaßen.<sup>132</sup> Die ersten Aktionäre bekamen Teile ihrer Dividende nicht monetär, sondern in Form von Pfeffer ausbezahlt. Später bekamen diejenigen, die ihre Schiffe in die Gesellschaft einbrachten, Anteile und waren entsprechend dieser am Gesamtergebnis beteiligt. Weitere Beispiele für früh entstandene Großunternehmen sind die Hudson's Bay Company und die Levant Company.<sup>133</sup> Alle charakteristischen Merkmale eines modernen Konzerns waren bereits in der East India Company zu finden: Sie wurde vom Gouverneur, der vom König bestimmt wurde, und seinen Ausschüssen geführt, die Anleger übten eine gewisse Aufsicht aus und weder die Geschäftsführung noch die Anleger waren persönlich haftbar. Auch die Teilung zwischen Besitz und Kontrolle muss den königlich privilegierten Handelsgesellschaften zugeschrieben werden.<sup>134</sup>

Die Aktie in ihrer heutigen Form und somit die Bedeutung der Aktionäre entwickelte sich während des 19. Jahrhunderts rapide. Im Zuge der Industrialisierung entstanden riesige, weltweit tätige Gesellschaften, deren Kapitalbedarf immens war. Beispiele hierfür sind Eisenbahn- und Schiffsgesellschaften.<sup>135</sup> In dieser Epoche wird die Trennung zwischen Management und Besitz von Unternehmen relevanter Teil des Wirtschaftslebens in den fortgeschrittenen Industriegesellschaften, und eine transparente Unternehmensführung gewinnt auf Grund des benötigten internationalen Kapitals an Bedeutung. Am Anfang des 19. Jahrhundert existierten noch wenige Gesetze, die den Investoren Rechte eingeräumt oder sie sonst in irgendeiner Weise geschützt hätten. Es gab für Unternehmen keine Rechnungslegungsgrundsätze oder Finanzberichterstattungsanforderungen. Einige garantierten ihren Aktionären zwar, dass sie einen Jahresabschluss veröffentlichen würden, prinzipiell eigneten sich aber nur die Stimmrechte für eine effektive Kontrolle über das Unternehmen, in das man investiert hatte.<sup>136</sup> Die Aktionäre verlangten Mitte des neunzehnten Jahrhunderts von den Unternehmen, in die sie investierten hatten, dass diese den Großteil ihrer Gewinne in Form einer Dividende an sie ausschütteten. Über dieses Instrument wurden damals Annahmen über die zukünftige Entwicklung getroffen. Die einzige Möglichkeit, die Manager damals hatten, nicht einen Großteil der Gewinne ausschütten zu müssen war, sie als Reserven im Unternehmen zu halten. Der Großteil des Kapitals kam damals noch von den Unternehmensgründern und deren Familien.<sup>137</sup>

1843 schuf das „Preußische Gesetz über Aktiengesellschaften“ die rechtliche Grundlage für Aktiengesellschaften, machte jedoch die Gründung und amtliche Eintragung von einer staatlichen Konzession abhängig. Das Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch von 1861 weitete die Konzession auf andere Staaten aus und führte eine freiwillige zweistufige Board-Struktur mit separatem Vorstand und Aufsichtsrat ein.<sup>138</sup> Ende des neunzehnten Jahrhunderts begann auch in Deutschland - finanziert durch wohlhabende Familien, ausländische Investoren, Kleinaktionäre

---

<sup>132</sup> Vgl. Schall (2011), S. 479.

<sup>133</sup> Vgl. Cheffins (2012), S. 1.

<sup>134</sup> Vgl. Schall (2011), S. 480.

<sup>135</sup> Vgl. Fear / Kobrak (2006), S. 10.

<sup>136</sup> Vgl. Hilt (2008), S. 645-648.

<sup>137</sup> Vgl. Fear / Kobrak (2006), S. 9.

<sup>138</sup> Vgl. Franks / Mayer / Wagner (2005), S. 3f.

und Privatbanken - die Industrialisierung. Während in der industriellen Entwicklung Deutschlands traditionell Familien und Banken eine tragende Rolle in der Wirtschaft spielen,<sup>139</sup> übernahmen anfangs in den USA und anschließend auch in Großbritannien immer mehr die institutionellen und individuellen Investoren zwar nicht die Kontrolle, dafür aber den (Teil)Besitz über immer mehr Konzerne. Ursachen hierfür waren unter anderem Fusionen und Übernahmen zwischen großen Unternehmen (z.B. Kohl-, Öl-, Stahl-, Chemie- und Stromindustrie), die nur durch Aktienemissionen finanziert werden konnten. Nach den Unternehmenszusammenschlüssen besaßen die ehemaligen Besitzer oft nicht mehr genug Anteile, um einen signifikanten Einfluss auf das Unternehmen ausüben zu können. Die Unternehmen, die sich noch in Familienbesitz befanden, wurden immer häufiger nicht mehr von den Familienangehörigen, sondern von bezahlten Geschäftsführern geleitet.<sup>140</sup> Bereits 1870 wurde durch die Erste Aktiennovelle das Konzessions-System zugunsten freier Unternehmensgründungen abgeschafft, und das duale deutsche Führungssystem wurde verpflichtend eingeführt, um Kleinaktionäre und die Öffentlichkeit vor Insidergeschäften zu schützen. Das Gesetz forderte auch einheitliche und konsistente Buchhaltung und Reporting.<sup>141</sup> Kurz nach 1870 entstand eine Vielzahl an Aktiengesellschaften. Es gab allerdings keine strengen Zulassungsregeln für die Börsennotierung, und Unternehmen verkauften ihre Aktien häufig direkt an die Öffentlichkeit, ohne die Veröffentlichung eines Prospekts. Betrug war weit verbreitet.<sup>142</sup> Nach dem Crash von 1873 wurde ein Gesetz erlassen, nach dem alle deutschen Aktiengesellschaften verpflichtet waren, ihre Ergebnisse jährlich den Aktionären offenzulegen.<sup>143</sup> Bereits das Gesellschaftsrecht von 1884 verbot es, gleichzeitig im Aufsichtsrat und im Vorstand eines Unternehmens zu sitzen und verpflichtete die Aufsichtsratsvorsitzenden, sich über das aktuelle Unternehmensgeschehen zu informieren.<sup>144</sup> 1884 wurde durch die Zweite Aktiennovelle ein neues Aktienrecht eingeführt, das große Teile des Handelsgesetzbuches ersetzte. Schwerpunkte waren der Gründungsprozess, Haftung bei Betrugsfällen, und das Einreichen jährlicher Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanzen.<sup>145</sup> Die ersten aktionärsfreundlichen Maßnahmen wurden somit schon früh mit dem Aktiengesetz und den deutschen Handelsgesetzbüchern implementiert. Allerdings gingen die Entwicklungen in Deutschland Ende des neunzehnten Jahrhunderts langsamer voran als in den USA; während dort die Eisenbahngesellschaften auf fremdes Kapital angewiesen waren, verstaatlichte Bismarck große Teile der Eisenbahngesellschaften. Zwar wurden so grundlegende Probleme wie Konkurse, Restrukturierungen oder Liquidationen von Eisenbahngesellschaften beseitigt; gerade diese stimulierten aber in den USA viele Innovationen innerhalb des Finanzsystems. Durch die Verstaatlichung wurde die größte, wichtigste, attraktivste und profitabelste Branche mit der größten Anzahl an externen Aktionären und ausländischen Investoren für Eigen- und Fremdkapital vom Kapitalmarkt genommen, was eine drastische Reduzierung der Nachfrage nach anspruchsvoller öffentlicher Rechnungslegung in Deutschland zur Folge hatte.<sup>146</sup> Das zweite Deutsche Kaiserreich (1871 - 1918) kann dennoch als liberale Ära bezeichnet werden: Familien und Banken betrieb-

---

<sup>139</sup> Vgl. Dörner / Orth (2005), S. 13.

<sup>140</sup> Vgl. Cheffins (2001), S. 88f.

<sup>141</sup> Vgl. Morck / Steier (2005), S. 13.

<sup>142</sup> Vgl. Franks / Mayer / Wagner (2005), S. 4.

<sup>143</sup> Vgl. Fear / Kobrak (2006), S. 5.

<sup>144</sup> Vgl. Morck / Steier (2005), S. 13.

<sup>145</sup> Vgl. Franks / Mayer / Wagner (2005), S. 4.

<sup>146</sup> Vgl. Fear / Kobrak (2006), S. 12.

ben eine duale Unternehmensaufsicht in einem wesentlich wettbewerbsfähigen Wirtschaftssystem.<sup>147</sup> Das 1884 erlassene Gesetz wird als Grundlage des modernen deutschen Aktienrechts angesehen und blieb bis 1937 weitgehend unverändert. Dennoch ereigneten sich auch nach 1884 mehrere Krisen. Auf den Boom und anschließenden Zusammenbruch der Börse Ende der 1880er Jahre und Anfang der 1890er Jahre und die katastrophalen Bankenpleiten in Berlin 1891 folgten 1896 weiteren Gesetzesanpassungen, die Transaktionen an der Börse regulierten.<sup>148</sup> Insgesamt wird deutlich, dass in der „nachholenden“ Entwicklung des deutschen Industriekapitalismus von Anfang an der Staat eine wichtige Rolle spielte und die Unternehmenspolitik sich am Markt orientierte, aber auch ein Geflecht von Regulierungen, Interventionen und Subventionen einzubeziehen hatte.

In Großbritannien ging die juristische Normierung der Rechte und Pflichten von Kapitalgesellschaften langsamer voran als in Deutschland und den USA. Bis 1929 (Companies Act of 1929) waren Unternehmen in GB nicht dazu verpflichtet, ihre Einnahmen zu veröffentlichen, auch danach mussten diese nicht detailliert nach einzelnen Einnahmequellen, sondern lediglich in zusammenfassenden Werten veröffentlicht werden. Auch grundlegende Entwicklungen und Entscheidungen mussten nicht der Öffentlichkeit mitgeteilt werden.

In den USA war die Situation in den Zwanzigerjahren dank der NYSE (New York Stock Exchange) aktionärsfreundlicher: Unternehmen ohne eine vollständige Einkommensaufstellung wurden genauso wie Unternehmen, die in hoch spekulativen Branchen aktiv waren, nicht zum Börsenhandel zugelassen. Außerdem wurde von den Unternehmen eine Aufstellung der gezahlten Dividenden verlangt.<sup>149</sup> Dennoch hatten sich vor den Dreißigerjahren des letzten Jahrhunderts weder in Deutschland noch in den USA einheitliche Rechnungslegungsstandards etabliert. Es waren keine Prüfungen der öffentlichen Unternehmen vorgeschrieben und es gab keine Ausbildungs- oder Zulassungsvorschriften für Buchhalter. Zwar existierten in beiden Ländern seit der Jahrhundertwende Konzepte, die für ein modernes Rechnungswesen von zentraler Bedeutung sind (z.B. Realisierungsprinzip, Kosten, Konsistenz, Konservatismus), ihre Anwendung war aber weder streng noch gesetzlich verpflichtend. Geprüfte Abschlüsse blieben eher die Ausnahme als die Regel.<sup>150</sup> Die Rahmenbedingungen änderten sich nach der, bis zu diesem Zeitpunkt größten Finanzkrise, dem Börsencrash von 1929. In den USA wurden in der Folge zwei wichtige Gesetze erlassen, der „Securities Act of 1933“ und der „Securities Exchange Act of 1934“, deren wichtigstes Ziel die Offenlegung gegenüber den Anlegern war<sup>151</sup> und die Wiederherstellung der Integrität und Verlässlichkeit der Informationen gegenüber den Investoren.<sup>152</sup> Der politische Druck in Deutschland und den USA nahm infolge der Krise zu, und die Divergenz in der Buchhaltung zwischen den beiden Ländern wurde in den neuen Reformen verankert. In den USA wurden die, von professionellen Wirtschaftsprüfern entwickelten Best-Practice-Normen gesetzlich verankert. Hierzu gehörten auch Gesetze, die darauf abzielten, die außenstehenden Aktionäre zu informieren. Die Entwicklung in Deutschland nahm auf Grund der unterschiedlichen Aktionärsstruktur - Familien und „Insider“ spielten wie schon gesehen, eine ge-

---

<sup>147</sup> Vgl. Morck / Yeung (2009), S. 16.

<sup>148</sup> Vgl. Franks / Mayer / Wagner (2005), S. 5.

<sup>149</sup> Vgl. Cheffins (2001), S. 96-101.

<sup>150</sup> Vgl. Fear / Kobrak (2006), S. 3.

<sup>151</sup> Vgl. Summer (1977), S. 118.

<sup>152</sup> Vgl. Plessis / Luttermann (2012), S. 423.



wichtige Rolle - und der politischen Situation einen anderen Verlauf. Während auf der einen Seite des Atlantiks Transparenz, Effizienz und Fairness eine immer wichtigere Rolle spielten, ging es in Deutschland eher um Kontrolle. Die ursprüngliche Bereitschaft, voneinander zu lernen und Informationen auszutauschen, kam völlig zum Erliegen.<sup>153</sup>

Die Wende zum heutigen Stakeholder- und CG-Ansatz in Deutschland kam ausgerechnet 1937, während des nationalsozialistischen Regimes: Das „Führerprinzip“ befreite Manager und Führungskräfte von ihrer Treuepflicht gegenüber Aktionären und verlangte von ihnen eine allgemeine Pflicht gegenüber allen Stakeholdern, insbesondere gegenüber dem Reich. Das Regime verbot die Briefwahl und zwang Aktionäre, die nicht persönlich abstimmen konnten, ihre Stimmen durch Banken vertreten zu lassen. Das verlieh den großen Banken die Kontrolle über einen Großteil des deutschen Unternehmenssektors. Anschließend übernahm das Reich die Kontrolle über die Banken. Die Stimmabgabe über Banken und die Grundidee des Führerprinzips wurde erst 1965 wieder abgeschafft. Erst seit diesem Zeitpunkt waren Banken wieder verpflichtet, sich schriftliche Genehmigungen der Aktionäre einzuholen, um für diese wählen zu können und sie mussten den Aktionären mitteilen, wie sie gewählt hatten.<sup>154</sup> Auch wenn nach dem Zweiten Weltkrieg über tausend Kartelle in Deutschland aufgelöst wurden und der Staat Einfluss auf die Industrie verlor und einige große Industriellenfamilien kurzfristig die Kontrolle über ihre Konzerne verloren (z.B. Krupp) während andere Großkonzerne aufgeteilt wurden (z.B. IG Farben in BASF, Bayer, Hoechst), so verloren die industriellen Großfamilien und die Banken, die ihre Anteile an deutschen Unternehmen nach dem Krieg sogar ausbauten, nicht ihren wesentlichen Einfluss auf die deutsche Unternehmenslandschaft.<sup>155</sup>

Die Entwicklung in GB ging bis Mitte des zwanzigsten Jahrhunderts auf dem CG-Gebiet nur schleppend voran. Bis 1948 hatten die Minderheitsaktionäre keine Möglichkeit, gegen unfaire Behandlung zu klagen, ernsthaft wurde diese Regelung dann auch erst in den Achtzigerjahren eingeführt. Bis 1948 hatten die Minderheitsaktionäre (10% der Stimmrechte) in Großbritannien nicht die Möglichkeit, eine außergewöhnliche Hauptversammlung einzuberufen, eine Möglichkeit, die in Deutschland schon ab 1861 gegeben war, und es existierte außerdem auch keine Stimmrechtvertretung.<sup>156</sup> 1948 wurde der „Companies Act“ eingeführt, das Unternehmen zur Veröffentlichungen gewisser Kennzahlen verpflichtete, nicht aber von grundlegenden Entscheidungen auf regelmäßiger Basis. Der unabhängige London Stock Exchange verlangte allerdings ab 1950 von den gelisteten Konzernen die Zusendung eines Zwischenberichtes an die Aktionäre und die Vorankündigung der Finanzergebnisse vor der offiziellen Veröffentlichung. Insiderhandel wurde erst 1980 verboten.<sup>157</sup> In Großbritannien spielten, im Gegensatz zu den USA, Familien noch bis in die Siebzigerjahre eine tragende Rolle.<sup>158</sup> Die Jahrzehnte vor dem Amtsantritt von Margaret Thatcher (Premierministerin von 1979 bis 1990) waren geprägt von staatlichen Eingriffen in die Wirtschaft, hohen Staatsausgaben und einem hohen Anteil der staatlichen Unternehmen am Bruttosozialprodukt. Die Labour Partei, von 1964 bis 1970 und von 1974 bis 1979 an der Regierung, stärkte die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften, ver-

<sup>153</sup> Vgl. Fear / Kobrak (2006), S. 6f.

<sup>154</sup> Vgl. Morck / Steier (2005), S. 14; Fleischer, Holger (2009), S. 187.

<sup>155</sup> Vgl. Buck / Tull (2000), S. 125f.

<sup>156</sup> Vgl. Franks / Mayer / Wagner (2005), S. 7.

<sup>157</sup> Vgl. Cheffins (2001), S. 97f.

<sup>158</sup> Vgl. Morck / Yeung (2009), S. 2.

schärfte die Kündigungsfristen und führte Abfindungszahlungen ein. Trotz der Liberalisierung der Wirtschaft veränderten sich die Besitzstrukturen der Konzerne weg von den Familien und hin zu immer anspruchsvolleren Führungshierarchien, die das Prinzipal-Agenten Problem verschärften.<sup>159</sup> England holte von Mitte bis Ende des zwanzigsten Jahrhunderts in Fragen des Anlegerschutzes stetig gegenüber Deutschland auf und überholte es letztendlich deutlich, hierzu gab es zwischen 1937 und 1994 keine neuen substantiellen Anlegerschutz-Gesetze.<sup>160</sup> Mit Margret Thatcher begann eine neue Ära eines konsequenten Neoliberalismus und einer fortschreitenden Deregulierung der Wirtschaft.

### 3.2 Unterschiede zwischen Deutschland und den angelsächsischen Ländern

Ein wichtiger Ausgangspunkt für die vergleichende Betrachtung von Deutschland und den angelsächsischen Ländern ist die unterschiedliche Interessensorientierung.<sup>161</sup> Während in letzteren tendenziell die Interessen der Anteilseigner im Vordergrund stehen, also der „Shareholder-Value“<sup>162</sup> handlungsleitend ist,<sup>163</sup> spricht man von Deutschland und Japan als „Stakeholder-Value“ orientierten Ländern.<sup>164</sup> In der Shareholder-Value Perspektive ist dominantes Ziel der Unternehmensführung, den Aktionärswert durch langfristiges, profitables Wachstum zu maximieren. Hierbei muss nur berücksichtigt werden, dass diese Ziele innerhalb der Grenzen des Gesetzes erreicht werden sollen und unter Berücksichtigung ethischer Überlegungen, die eine verantwortungsvolle Führung der Geschäfte sicherstellen. Außerdem soll eine angemessene Menge an Ressourcen für das Gemeinwohl, humanitäre, Bildungs- und philanthropische Zwecke genutzt werden.<sup>165</sup> Die Interessen der Anteilseigner als explizite Priorität etwa gegenüber denen des Managements und der Belegschaft sollen das Vertrauen und die Investitionsbereitschaft der Anleger stärken und es soll vermieden werden, dass die Aktionäre die Aktien zu oft verkaufen. Aktienverkäufe drücken den Unternehmenswert und können dazu führen, dass Unternehmen Ziel von feindlichen Übernahmen werden. Da jene auch die Posten der Unternehmensführung gefährden, stehen ihre Interessen zumindest partiell im Einklang mit denen der Aktionäre.<sup>166</sup>

---

<sup>159</sup> Vgl. Cheffins (2001), S. 105f.

<sup>160</sup> Vgl. Franks / Mayer / Wagner (2005), S. 8f.

<sup>161</sup> Für weitere Unterschiede zwischen Deutschland, Japan und den USA vgl. auch Bock (2004).

<sup>162</sup> „Shareholder Value, → Ertragswert des → Eigenkapitals; Maßgröße der Unternehmensbewertung als Alternative zum Substanzwert (→ Reproduktionswert). Das S. V.-Konzept ist eine Unternehmensstrategie, bei der der Vorstand einer börsennotierten Aktiengesellschaft durch alle Maßnahmen, die er in seinem Unternehmen entwickelt und umsetzt, den Unternehmenswert im Sinne des Marktwertes des Eigenkapitals steigern soll. Dabei wird der Gewinn als Maßgröße des Unternehmenserfolges in Frage gestellt. Zielgröße ist das Aktionärsvermögen. Demnach sind Geschäftseinheiten, deren Renditen unterhalb der durchschnittlichen → Kapitalkosten der Unternehmung liegen, zu veräußern und die Erlöse ggf. an die Aktionäre (Shareholder) auszuschütten.“, Gabler Wirtschaftslexikon (2000), S. 2762.

<sup>163</sup> Gemeinhin wird die Einführung des Begriffs Jack Welch, dem damaligen CEO von General Electric, zugeschrieben. Jack Welch gebrauchte den Begriff „Shareholder Value“ 1981 in einer Rede in New York, vgl. Büschemann (2009).

<sup>164</sup> Vgl. Tirole (2001), S. 3f.

<sup>165</sup> Vgl. Plessis / Luttermann (2012), S. 419.

<sup>166</sup> Vgl. Buck / Tull (2000), S. 119.

Das Stakeholder-Value Konzept<sup>167</sup> hingegen hat bei der Unternehmensführung nicht nur die Interessen der Aktionäre im Auge, sondern auch anderer wichtiger Interessensgruppen.<sup>168</sup> Dazu gehören wesentlich die Belegschaft, die Kunden, die Lieferanten, die umliegende Community und generell alle Gruppen und Individuen, die ein Unternehmen beeinflussen oder von diesem beeinflusst werden; somit z.B. auch die Medien, Umweltverbände und Verbrauchernanwälte. Die Annahme lautet, dass ein Konzern langfristig nicht gegen die Interessen seiner Stakeholder geführt werden kann.<sup>169</sup> Die Prädominanz des Shareholder- bzw. Stakeholder Value-Ansatzes hat historische Gründe.

Im Gegensatz zu den angelsächsischen Ländern spielen in Deutschland die privaten Anleger traditionell eine geringere Rolle, wohingegen den Familien, Banken, dem Staat, zum Teil den Arbeitnehmern und anderen Unternehmen<sup>170</sup> eine gewichtigere Rolle zukommt. Ein historischer Grund für die zersplitterte Aktionärsstruktur in den USA ist der Wandel während des Ersten Weltkrieges von einem Netto-Kapital-Importeur zu einem massiven Exporteur. Die amerikanische Industrie boomte und Wall Street wurde zum weltweit führenden Handelsplatz für Aktien.<sup>171</sup>

Auch bei Konzerninvestitionen spielen die Banken in Japan und Deutschland eine größere Rolle als in den angelsächsischen Ländern.<sup>172</sup> In den USA und Großbritannien (GB) ist die Anzahl der Aktionäre wesentlich größer als bei den deutschen Aktiengesellschaften. Während in den angelsächsischen Ländern der Streubesitz („No Controlling Shareholder“) sehr hoch ist (USA 80%, GB 100%), spielen in Deutschland der Staat (25%), die Familien (10%) und die Finanzinstitutionen eine wichtige Rolle.<sup>173</sup>

Die unterschiedliche Interessensausrichtung lässt sich also vor allem durch historische Faktoren erklären, wie etwa die vorherrschende Unternehmensfinanzierung (Banken und Beteiligungen versus Börse), die Einbindung der Unternehmen in die umliegende Gemeinschaft (Krupp und Essen, MAN – Maschinenfabrik Augsburg-Nürnberg), die Rolle der Gewerkschaften und der Ausbau der sozialen Sicherungssysteme (in Deutschland stärker, in den angelsächsischen Ländern schwächer ausgeprägt). In den letzten Jahrzehnten hat sich der Gegensatz zwischen Stakeholder und Shareholder Value Ansatz abgeschwächt, gleichwohl kann von einer Konvergenz keine Rede sein.<sup>174</sup>

Ein weiterer deutlicher Unterschied zwischen angelsächsischen und deutschen Unternehmen liegt in den Führungsmodellen, dem „one-tier board model“ und dem deutschen „two-tier board model“. <sup>175</sup> Während in Deutschland die Aufgaben zwischen Geschäftsführung und Auf-

---

<sup>167</sup> „Stakeholder-Ansatz, Konzept nach dem die Unternehmensführung nicht nur die Interessen der → Anteilseigner (Shareholder), sondern aller → Anspruchsgruppen, ohne deren Unterstützung das Unternehmen nicht überlebensfähig wäre, zu berücksichtigen hat. Die Gruppe der Stakeholder ist folglich sehr heterogen und umfasst z.B. die Arbeitnehmer, Kunden und Lieferanten, den Staat und die Öffentlichkeit.“ Gabler Wirtschaftslexikon (2000), S. 2878.

<sup>168</sup> Vgl. Waldkirch (2008), S. 3.

<sup>169</sup> Vgl. Waldkirch (2008), S. 7; Jensen / Murphy / Wruck (2004), S. 15.

<sup>170</sup> Vgl. Franks / Mayer / Wagner (2005), S. 1.

<sup>171</sup> Fear / Kobrak (2006), S. 6.

<sup>172</sup> Vgl. Morck / Steier (2005), S. 6.

<sup>173</sup> Vgl. La Porta / Lopez-de-Silanes / Shleifer (1999), S. 492.

<sup>174</sup> Vgl. Dore (2000), S. 10f.

<sup>175</sup> Vgl. Schmid / Kretschmer (2004), S. 1; Plessis / Großfeld / Saenger / Sandrock (2012), S. 8-14.

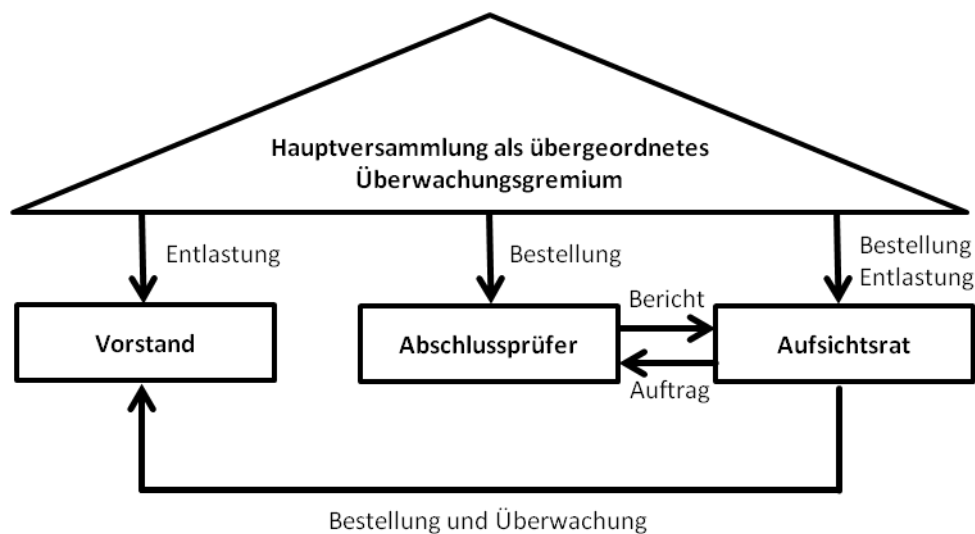
sichtsrat klar getrennt und die jeweiligen Aufgabenbereiche klar definiert, sprich auf zwei deutlich voneinander geschiedenen Ebenen (two-tier) angesiedelt sind, ist die Abgrenzung zwischen der Unternehmensführung und –kontrolle in den USA mitunter schwieriger und deren Grenzen fließend. Das one-tier ist ein monistisches System, in dem die Geschäftsführung nicht von der Überwachung getrennt ist. In den USA und in Großbritannien trifft der CEO (Chief Executive Officer) als zentrale, leitende Figur die operativen Entscheidungen im Unternehmen und gibt, in Abstimmung mit dem „Board of Directors“, die Ziele für das operative Geschäft vor. Dem „Board of Directors“ kommen die Leitungs- und Kontrollfunktionen des Unternehmens zu, es vereint somit die Funktionen des deutschen Vorstandes und Aufsichtsrates einer Aktiengesellschaft.<sup>176</sup> Ausdruck hierfür ist die Tatsache, dass der Begriff „Board of Directors“ in manchen Fällen mit „Aufsichtsrat“ und in anderen mit „Vorstand“ ins Deutsche übersetzt wird. Die Anzahl der Mitglieder des „Board of Directors“, die von den Anteilseignern, in der Regel von der Hauptversammlung, bestimmt werden, wird durch die Satzung oder die Geschäftsordnung festgesetzt. Aufgeteilt sind sie in den meisten Fällen in geschäftsführende (executive) und nicht geschäftsführende (non-executive) Direktoren.<sup>177</sup> Gewöhnlich sind die zweiten in der Überzahl und sollten Schlüsselpositionen wie den Prüfungs- und Vergütungsausschuss besetzen. Die ersteren, auch „Inside Directors“ genannt, übernehmen die operative Geschäftsführung und können daher mit einem deutschen Vorstand verglichen werden. Die nicht geschäftsführenden Direktoren, auch „Outside Directors“ genannt, üben ihr Amt nicht hauptberuflich aus und übernehmen den Part des deutschen Aufsichtsrates, in dem sie eine Beratungs- und Kontrollfunktion ausüben. Das „Board of Directors“ hat in der Regel einen Vorsitzenden, den sogenannten „Chairman of the Board“; diese Rolle kann auch vom CEO übernommen werden der somit faktisch gleichermaßen die Rolle des Vorstands- und des Aufsichtsratsvorsitzenden übernehmen kann.

Bei dem dualistischen System (two-tier system) sind Unternehmensführung, ausgeübt durch den Vorstand, und Unternehmensüberwachung sowie Beratung, ausgeübt durch den Aufsichtsrat, streng voneinander getrennt. Die Hauptversammlung wählt die Mitglieder des Aufsichtsrates, dieser bestellt die Vorstandsmitglieder und beruft sie wieder ab. Der Vorstand einer Aktiengesellschaft ist nicht weisungsgebunden, muss aber dem Aufsichtsrat regelmäßig Bericht über die aktuelle Lage der Gesellschaft geben. Die nachstehende Graphik (Abbildung 5) beschreibt die Eckpfeiler der deutschen CG, zu denen, neben dem Vorstand, dem Aufsichtsrat und den Aktionären noch die Abschlussprüfer und das Risikomanagement gehören.

---

<sup>176</sup> Vgl. Plessis / Großfeld / Saenger / Sandrock (2012), S. 9.

<sup>177</sup> Vgl. Hopt (2010), S. 45

**Abbildung 5: Corporate Governance Überwachungs-dreieck**

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Gabler Wirtschaftslexikon (2000), S. 654.

Während dem deutschen Aufsichtsrat also hauptsächlich eine Kontroll- und Überwachungsfunktion zukommt, kann der amerikanische ein Entscheidungsorgan darstellen, das aktiv das Unternehmensgeschehen mitbestimmt. Diese Verschränkungen und Zusammenspiele zwischen dem amerikanischen Board of Directors mit internen und externen Direktoren einerseits und dem Vorstand und Aufsichtsrat andererseits schaffen unterschiedliche Notwendigkeiten der Regulierung des Verhältnisses zwischen Prinzipal und Agent und damit auch Unterschiede in den jeweiligen CG-Regimen. Nicht alles, was in Deutschland als „gute CG“ empfunden wird, muss zwingend auch für die angelsächsischen Länder als solche gelten.<sup>178</sup>

### 3.3 Die Entwicklungen in den USA und Großbritannien ab den Siebzigerjahren

Die Kodifizierung von CG hat in den angelsächsischen Ländern eine längere Geschichte als in Deutschland,<sup>179</sup> in diesem Abschnitt wird daher zuerst auf diese Länder eingegangen werden, bevor im Abschnitt „3.4 Hauptetappen der Entwicklung in Deutschland“ auf wichtige historische Entwicklungen in Deutschland eingegangen wird.

#### 3.3.1 Hart und ungerecht – gesetzliche Regulierung des Finanzmarkts in den USA

Wie immer wieder zu beobachten ist, sind Reaktionen auf Wirtschaftsskandale und Unternehmensinsolvenzen die Einrichtung von Untersuchungsausschüssen, schärfere Kontrollgesetze, und „Codes of Best Practice“.<sup>180</sup> Beispielhaft lässt sich das an der Geschichte der Securities Exchange Commission (S.E.C.) in den USA verfolgen, die 1934 mit dem Securities Exchange Act eingerichtet wurde. Sie war eine Antwort auf die betrügerischen Manöver und Exzesse auf dem Aktienmarkt, die der großen Depression von 1929 vorausgegangen waren. Die Kommission wurde mit weitreichenden Rechten ausgestattet, den Finanzmarkt zu kontrollieren und zu regu-

<sup>178</sup> Vgl. Seidl (2007), S. 710.

<sup>179</sup> Für eine detaillierte Beschreibung der historischen Entwicklung in den USA vgl. auch Cheffins (2012).

<sup>180</sup> Vgl. Marnet (2007), S. 205; Kirkpatrick (2009), S. 3.

lieren, und nach einer langsamen Wachstumsphase bis 1945 weitete sie ihre Kompetenzen deutlich nach den Markteinbrüchen von 1962 und 1977 aus.<sup>181</sup>

Es dauerte bis Mitte der Siebziger Jahre bis die S.E.C. den Begriff „Corporate Governance“ auf die Agenda setzte. In Folge des Fehlverhaltens mehrerer Geschäftsführer, dubiosen Parteispenden vor der Präsidentschaftswahl 1972,<sup>182</sup> einer Reihe von Bestechungskandalen und zahlreichen Firmeninsolvenzen (z.B. Penn Central 1970) wurde der Druck für Neuregelungen in den Bereichen „Outside Directors“ und Zusammensetzung der Boards größer. 1976 schrieb die NYSE, auf Druck der S.E.C., Aktiengesellschaften vor, unabhängige Direktoren einzusetzen. Im folgenden Jahr veranstaltete die S.E.C. eine sechswöchige Anhörung von Experten und Stakeholdern zum Thema CG, deren nicht verbindliche Ergebnisse die Unabhängigkeit der Boards wie auch die Prüfungs-, Nominierungs- und Vergütungsausschüsse weiter stärkte.<sup>183</sup> Zahlreiche Organisationen wie die „American Bar Association“ (Corporate Director’s Guidebook), die „American Assembly“ („Corporate Governance in America“ Symposium), der „Business Roundtable“ („The Role and Composition of Directors of the Large Publicly Owned Corporation“ Report), das American Law Institute (ALI) (Principles of Corporate Governance and Structure: Restatement and Recommendations, 1982)<sup>184</sup> und die NYSE<sup>185</sup> leisteten wichtige Beiträge zu dem CG-Diskurs und verlieh ihm nationale Resonanz.

Mit dem Ende der Präsidentschaft Jimmy Carters im Januar 1981 und dem Beginn der konservativen Ära Reagans endete die erste Blüte der CG in den USA. Wichtiger Indikator hierfür war die Blockade des „Protection of Shareholders’ Rights Act of 1980“ im Kongress. Das für Aktiengesellschaften bestimmte Gesetz hätte eine Mehrheit von unabhängigen Direktoren im Board vorgesehen, einen, aus unabhängigen Direktoren bestehenden Prüfungsausschuss sowie Nominierungsausschuss und es hätte den Aktionären die Möglichkeit eingeräumt, Kandidaten für den Vorstand zu nominieren. Auch das „Tentative Draft No. 1“ aus dem Jahre 1982 scheiterte. Nach diesem Entwurf sollten verbindliche Regeln für die unabhängigen Direktoren (Mehrheit im Vorstand), den Nominierungsausschuss und den Board (aktivere Teilnahme am Unternehmensgeschehen) festgelegt werden. Die CG Diskussion war trotz Scheitern des Gesetzes dennoch nicht aufzuhalten und gewann immer mehr an Dynamik.

Nachfolgend sollen drei Ereignisse beispielhaft herangezogen werden, die dazu beigetragen haben, den CG Diskurs vor allem in den USA zu beschleunigen. Die Savings and Loan Krise (S&L Krise), die WorldCom und die Enron Insolvenzen.

Als Folge der S&L Krise gingen über 700 Sparkassen in Konkurs. Die S&L Krise ist durch das Prinzipal-Agenten-Problem entstanden, welches CG zu lösen versucht. Im Fall der Sparkassenkrise kann der amerikanische Steuerzahler, der am Ende für die staatlich unterstützten Banken bürgt, als „Principal“ und die Regulierungsbehörde oder der Politiker als „Agent“ betrachtet werden. Die Regulierungsbehörde und die Politiker sollten die Rahmenbedingungen eigentlich so festlegen, dass die Banken solide wirtschaften und keine unverhältnismäßig hohe Risiken eingehen, um den Steuerzahler nicht zu belasten. In manchen Fällen jedoch agiert der „Agent“

---

<sup>181</sup> Vgl. Plessis / Luttermann (2012), S. 423f.

<sup>182</sup> Vgl. Summer (1977), S. 115f.

<sup>183</sup> Vgl. Summer (1977), S. 133f.

<sup>184</sup> Vgl. Plessis / Luttermann (2012), S. 419.

<sup>185</sup> Vgl. Aguilera / Cuervo-Cazurra (2004), S. 420.

nicht im Interesse des „Principal“. So zum Beispiel, wenn er sich durch weniger restriktive Rahmenbedingungen erhofft, dass eine in Schieflage geratene Bank - so die amerikanischen Sparkassen während der Siebzigerjahre - nicht unter seiner Regie insolvent geht und er dafür die Verantwortung übernehmen muss. Ein weiterer Grund ist, dass die Politiker zwar von den Steuerzahlern gewählt werden, sie die Spenden für ihre teuren Wahlkampagnen aber vorwiegend nicht von diesen, sondern von Unternehmen unter anderem auch Sparkassen beziehen. Sie werden also die Regeln für ihre wichtigsten Spender eher permissiver gestalten als restriktiver.

Erst Mitte der Achtzigerjahre kam wieder Bewegung in die nicht mehr aufzuhaltende Entwicklung. Eine wichtige treibende Kraft war die wachsende Bedeutung der institutionellen Investoren, denen die permissiven Abwehrmöglichkeiten von feindlichen Übernahmen, die nach wie vor unzureichende Unabhängigkeit der Gremien und die hohen Vorstandsgehälter ein Dorn im Auge waren. 1985 entsteht der „Council of Institutional Investors“ (CII), ein wichtiger Interessensvertreter für Rentenfonds. Die institutionellen Investoren waren Anfang der Neunzigerjahre wesentlich an der Entstehung von Gesetzen zur Abgabe von Grundsatzserklärung von Unternehmen beteiligt, mit denen es möglich war, die Performance von Vorständen zu messen und Vorstände zu entlassen, die die Zielvorgaben nicht erfüllten. Zwischen 1991 und 1993 wurden so Vorstände von wichtigen Unternehmen abgesetzt (Westinghouse, American Express, IBM, Kodak und General Motors). Außerdem wurde die Höhe von Vorstandsgehältern überprüft und statt einer „Bezahlung nach Größe“ die „Bezahlung nach Leistung“ eingeführt.<sup>186</sup> Dennoch reichten die ausgedehnten Befugnisse und die Überwachungsrolle der S.E.C. nicht aus, um weitere Skandale in den USA (Enron, Tyco, WorldCom, Xerox, Adelphia, Ahold) Anfang dieses Jahrhunderts zu vermeiden.<sup>187</sup>

Beispielhaft seien an dieser Stelle die Enron und WorldCom Insolvenzen dargestellt.

Das ursprünglich auf Gaspipelines in den USA spezialisierte Unternehmen Enron, war Ende 2001 gezwungen, nach unrechtmäßigen Aktenvernichtungen, falsch dargestellten Jahresabschlüssen, Investigationen seitens der Aufsichtsbehörde und einem nicht zustande gekommenen Unternehmenszusammenschluss Insolvenz anzumelden. Vorausgegangen war ein massives Wachstum des Unternehmens und ein auf hohes Risiko ausgelegtes Geschäftsmodell. Eines der Probleme von Enron waren die umfangreichen Aktienoptionen des Managements: das Eingehen hoher Risiken wurde durch steigende Aktienkurse belohnt, das Risiko fallender Aktienkurse hingegen trugen die Angestellten des Unternehmens, die im Schnitt 62% ihrer Ersparnisse in Enron Aktien angelegt hatten.<sup>188</sup>

Der andere große Manipulationsskandal, wieder unter Beteiligung von Arthur Andersen, ereignete sich nur kurze Zeit später. WorldCom war eines der größten Technologieunternehmen der USA und vor dem Insolvenzantrag 2002 in mehr als 65 Ländern aktiv. Die Zahlen des Unternehmens wurden bewusst manipuliert und der verantwortliche Wirtschaftsprüfer half dem Unternehmen bei der Veröffentlichung der Zahlen, indem er im Prüfungsausschuss Meeting Anfang 2002 den Jahresabschluss mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versah. Erst

---

<sup>186</sup> Vgl. Cheffins (2012), S. 2-11.

<sup>187</sup> Vgl. Plessis / Luttermann (2012), S. 424.

<sup>188</sup> Vgl. Shirur (2011), S. 9-14.

Mitte 2002 gab WorldCom an, dass die Jahresabschlüsse für das Jahr 2001 sowie für das erste Quartal 2002 neu dargestellt werden mussten. Kurz danach meldete das Unternehmen Konkurs an.<sup>189</sup>

In der Folge wurde 2002 in den USA der „Sarbanes-Oxley Act“ (SOX) verabschiedet, ein aus zwei Gesetzesvorschlägen der Senatoren Paul Sarbanes (Demokrat) und Michael Oxley (Republikaner) hervorgegangener Text, der mit überwältigenden Mehrheiten im Senat und im Repräsentantenhaus (99:0, 423:3) verabschiedet und wenig später, am 30. Juli 2002, von George W. Bush mit den Worten „the most far-reaching reforms of American business practices since the time of Franklin D. Roosevelt“ unterzeichnet wurde. Man kann das Sarbanes-Oxley Gesetz mit Fug und Recht „als wichtigste Neuordnung der Finanzberichterstattung für börsennotierte Unternehmen in den USA seit den 1930er Jahren.“<sup>190</sup> bezeichnen. Der Zweck von SOX war es, das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Märkte durch die verschiedenen Anforderungen wiederherzustellen; dazu gehörten Anforderungen an die Rechnungslegung und die Corporate Governance. SOX überträgt den Unternehmen und ihren Führungskräften mehr Verantwortung für Corporate Governance, Geschäftsentwicklung und Rechnungslegung.<sup>191</sup> Das US-Bundesgesetz richtet sich an Unternehmen und ihre Tochterunternehmen, deren Wertpapiere in den USA an Börsen gehandelt werden, öffentlich angeboten werden oder deren Wertpapiere mit Eigenkapitalcharakter außerbörslich gehandelt werden.<sup>192</sup> Es ist in elf Teile (titles) aufgeteilt, von denen nach eigenen Angaben die Paragraphen (sections) 302, 401, 404, 409, 802 und 906 die wichtigsten sind.<sup>193</sup> In diesen geht es um (302) Vorschriften zu den Jahresabschlüssen und der Implementierung von internen Kontrollsystemen, (401) die Jahresabschlüsse sollen auch Informationen über die bilanzneutralen Verbindlichkeiten (liabilities), Verpflichtungen (obligations) oder Transaktionen (transactions) enthalten. (404) In den Jahresabschlüssen müssen detaillierte Informationen über die internen Kontrollsysteme für die Rechnungslegung und deren Wirksamkeit veröffentlicht werden, der Abschlussprüfer muss in demselben Dokument die Effektivität der internen Kontrollsysteme attestieren. Section 404 gilt, trotz der geringen Länge, als eine der folgenschwersten, denn CEOs, CFOs und Wirtschaftsprüfer können in den USA strafrechtlich verfolgt werden, sollten die gebilligten Kontrollsysteme sich als ineffizient erweisen.<sup>194</sup> (409) Unternehmen müssen, sobald sich grundlegende Änderungen bezüglich ihrer Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage ergeben, dies der Öffentlichkeit verständlich und zeitnah kommunizieren. (802) Es droht eine Gefängnisstrafe sollten Ermittlungen in irgendeiner Form verhindert werden. Eine Studie hat ergeben, dass sieben von zehn Befragten glauben, dass das Sarbanes-Oxley Gesetz von 2002, das dazu dienen sollte, verlorengegangenes Vertrauen der Investoren durch höhere Transparenz zurückzugewinnen, sein Ziel erreicht hat.<sup>195</sup>

Gleichwohl wird die Wirksamkeit von SOX kontrovers diskutiert. Die USA entschieden sich damit für einen harten, regulativen, auf Gesetzen basierendem Kurs nach dem Prinzip „comply or else“; bei Verstößen drohen hohe Geld- und Gefängnisstrafen. Bemerkenswert ist jedoch, dass

---

<sup>189</sup> Vgl. Pandey / Verma (2004), S. 113-116.

<sup>190</sup> KPMG (2011).

<sup>191</sup> Vgl. Miller (2011), S. 71.

<sup>192</sup> Vgl. Sarbanes-Oxley (2002).

<sup>193</sup> Vgl. Sarbanes-Oxley (2012).

<sup>194</sup> Vgl. Bloomberg / Schumer (2007), S. 87.

<sup>195</sup> Vgl. Billing / Evans (2005), S. 25.



dieses drakonische Gesetz die Finanzkrise von 2007, die auf allgemeinsten Ebene wesentlich durch schlechte Governance mit verursacht wurde, nicht verhindern konnte.<sup>196</sup> Hinzu kommt die Frage, die auch die freiwillige, auf Selbstverpflichtung beruhende Governance begleitet, nämlich die nach den Kosten der Compliance. Ganz gewiss lässt sich als Zwischenergebnis feststellen, dass es die richtige Balance zwischen gesetzlicher Regulierung und Selbstregulierung immer wieder neu zu bestimmen gilt und sich nicht länder- und zeitübergreifend ein allgemeines Modell dafür aufstellen lässt.<sup>197</sup>

### 3.3.2 Das Vertrauen auf Selbstregulierung in Großbritannien

Somit war Corporate Governance schon seit Mitte der Siebzigerjahre vor allem in den USA ein gängiger Begriff,<sup>198</sup> die ersten Kodizes wiederum entwickelten sich in Hong Kong - 1989 gab die Hong Kong Stock Exchange ihren ersten Kodex „Report Code of Best Practice, Listing Rules“ heraus und Irland entwarf 1991 die Irish Association of Investment Managers das „Statement of Best Practice on the Role and Responsibility of Directors of Publicly Listed Companies“<sup>199</sup> - die wahren Ursprünge ihrer Kodifizierung liegen jedoch in Großbritannien. Die sicherlich bedeutendsten Vorarbeiten der modernen CG Kodizes bilden der „Cadbury Report“ (1992), der „Greenbury Report“ (1995) und der „Hampel Report“ (1998) aus Großbritannien. Später entwickelte sich aus diesen drei Reports und dem „Turnbull Report“ (1999) der „Combined Code“ (ebenfalls 1999), der heute als UK Corporate Governance Code bekannt ist; dieser wird regelmäßig vom Financial Reporting Council (FRC) auf Aktualität überprüft und bei Bedarf angepasst.<sup>200</sup>

Auch in Großbritannien waren der Anlass für eine verstärkte Regulierung des Finanzmarktes mehrere Unternehmenspleiten und Skandale (z. B. Maxwell, BCCI, Polly Peck), die eng mit dem Versagen von Governance verknüpft waren.<sup>201</sup> Die betroffenen Unternehmen fälschten Jahresabschlüsse (Polly Peck) und verschleierten ihre kriminellen Unternehmensführungsmethoden (BCCI). Es war eine Phase, in der der Erfolg der Unternehmen hauptsächlich am „Gewinn pro Aktie“ (earnings per share) gemessen wurde, und einige der Entscheidungsträger nach der kurzfristigen persönlichen Gewinnmaximierung-*Maxime* handelten. Möglich war dies durch zu permissive Reporting Standards, dem Fehlen von funktionsfähigen internen Kontrollsystemen, der Konzentration von Entscheidungsmacht bei einigen wenigen Entscheidungsträgern (CEOs / COOs (Chief Operating Officers)) und durch schwache und unwirksame Aufsichtsräte.<sup>202</sup> Infolgedessen wurde von dem FRC, der London Stock Exchange (LSE) und Wirtschaftsprüfern im Mai 1991, unter dem Vorsitz von Sir Adrian Cadbury, CEO des Cadbury Süßwarenimperiums, das Cadbury Committee ins Leben gerufen. Dieses präsentierte im Dezember 1992 den Bericht mit dem Titel „The Financial Aspects of Corporate Governance“, welcher das Ziel verfolgte, Verfahrensregeln in den Bereichen Finanzberichterstattung und Verantwortungsbereiche zu erar-

---

<sup>196</sup> Vgl. Plessis / Luttermann (2012), S. 427.

<sup>197</sup> Vgl. Plessis / Luttermann (2012), S. 428.

<sup>198</sup> Vgl. Cheffins (2012), S. 2.

<sup>199</sup> Vgl. Aguilera / Cuervo-Cazurra (2004), S. 420f.

<sup>200</sup> Vgl. Financial Reporting Council (2010), S. 4.

<sup>201</sup> Vgl. Marnet (2007), S. 192.

<sup>202</sup> Vgl. Percy (1995), S. 24.

beiten<sup>203</sup> und die Wichtigkeit von CG hervorhebt: „The country’s economy depends on the drive and efficiency of its companies. Thus the effectiveness with which their boards discharge their responsibilities determines Britain’s competitive position. They must be free to drive their companies forward, but exercise that freedom within a framework of effective accountability. This is the essence of any system of good corporate governance.”<sup>204</sup> Der Bericht beruht auf dem Prinzip der Selbstregulierung und hat keine gesetzliche Verbindlichkeit, wird aber von der britischen Regierung explizit gefördert. Zusätzlich verlangt die LSE seit Juni 1993 von den Firmen, die den Kodex nicht befolgen, eine Erklärung darüber, dass und warum sie ihn nicht befolgen (comply or explain).<sup>205</sup> Die Empfehlungen des Cadbury Berichts beziehen sich auf die Zuständigkeitsbereiche, Kontroll- und Berichtspflichten des Vorstandes und des Abschlussprüfers, die Anzahl von unabhängigen Direktoren (non-executive directors) in Vorständen, der Etablierung von Ausschüssen und der Einbeziehung der Aktionäre. Zwischen den executive und den non-executive directors soll es eine klare Aufgabenteilung geben und damit eine ausgewogene Verteilung von Macht und Entscheidungsgewalt. Die unabhängigen Direktoren sollen unter anderem den Prüfungsausschuss bilden, dem unabhängigen Abschlussprüfer den Prüfungsauftrag erteilen und mit diesem die Gehaltsverhandlungen führen; der Vorstand soll einen Report erstellen, in dem er das interne Kontrollsystem erklärt und über die Ergebnisse dieser Kontrollen berichtet.<sup>206</sup> Die Kommission versucht, nach eigenen Angaben gute CG zu fördern.<sup>207</sup>

Es handelt sich also bei dem Cadbury Bericht um den Versuch der Regierung und anderer wichtiger Institutionen, die Qualität der Unternehmenskontrolle zu verbessern, weitere Bilanzfälschungsskandale und Unternehmenspleiten zu verhindern und das Ansehen der Unternehmensführungspraktiken nachhaltig zu verbessern und durchsichtiger zu machen. Es wurden Sanktionen eingeführt, um sicherzustellen, dass Unternehmen, die an der Londoner Stock Exchange gelistet waren, den Kodex auch befolgen oder anderenfalls alle Bereiche der Nichteinhaltung rechtfertigen mussten. Die im Cadbury Report enthaltenen Empfehlungen sind stark kodifiziert, so dass beide, Unternehmen und Stakeholder, die „best practice“ benchmarken können und anderen emittierenden Ländern die Nachahmung erleichtert wird.<sup>208</sup> Die Kontroversen nach dem Erscheinen des Reports waren nicht unerheblich. Zwar waren die Empfehlungen des Kodexes weder dramatisch noch radikal, aber die Meinung war weit verbreitet, dass der Report an einigen Stellen idealistisch und unrealistisch sei. Er fokussiere, so der Vorwurf, zu stark auf die Rollen der „non-executive“ und „outside directors“, die nach dieser Einschätzung sowieso nur wenig Relevanz für ein Unternehmen haben. Das Tagesgeschäft sollten fähige und kompetente Personen leiten, und der Fokus solle nicht so sehr auf jenen liegen, die zur Kontrolle dieser eingesetzt würden. Die „non-executive directors“, im Code of Best Practice als „independent judgment“ vorgesehen, wurden in dieser Interpretation zu bloßen Kontrolleuren degradiert, während das Board der Vorstände aus Personen bestehen sollte, die ein und dasselbe Ziel verfolgten und nicht aus einer operativen und einer überwachenden Komponente. Befremdlich für

---

<sup>203</sup> „The report represents a shared view of the action which needs to be taken in the field of financial reporting and accountability“, The Cadbury Report (1992), S. 8.

<sup>204</sup> The Cadbury Report (1992), S. 10.

<sup>205</sup> Vgl. Dahya / McConnell (2007), S. 539f.

<sup>206</sup> Vgl. Percy (1995), S. 24-27.

<sup>207</sup> Vgl. The Cadbury Report (1992), S. 10.

<sup>208</sup> Vgl. Aguilera / Cuervo-Cazurra (2004), S. 421.

einige waren auch die Einführung von Nominierungs- und Vergütungsausschüssen sowie die „neue“ Rolle des Aufsichtsrats. Dieser war jetzt wesentlich unabhängiger von der Geschäftsführung als vorher und hatte eine andere Arbeitsweise.<sup>209</sup>

Das Cadbury Komitee hatte nach dem Erlass des Kodex weiterhin Bestand, um gegebenenfalls nötig gewordene Änderungen am Regelwerk vorzunehmen. Drei Jahre nach dem Cadbury Report erarbeitete eine weitere Expertenkommission den sogenannten Greenbury Report (Juli 1995) mit dem Titel „Directors' Remuneration“. Dieser Bericht behandelt die Entlohnung der Vorstände, insbesondere die Höhe der Vorstandsgehälter und die Zuständigkeit für ihre Festlegung. Hauptbestandteil sind die weitgehenden Offenlegungspflichten.<sup>210</sup> Die Kommission, unter Vorsitz von Sir Richard Greenbury, fokussierte vor allem auf die Vorstandsgehälter von öffentlichen Unternehmen. Diese sollten abhängig von der persönlich erbrachten Leistung und transparent sein. Außerdem geht es um die Installierung, Zusammensetzung und die Aufgabenbereiche eines Vergütungsausschusses, die Bestimmungsfaktoren der Vorstandsvergütungen, die Länge von Arbeitsverträgen und die Festlegung von Abfindungszahlungen.<sup>211</sup> 1998 erschien schließlich der „Hampel Report“, direkter Nachfolger der beiden erstgenannten Berichte. Die Verfasser hatten die Aufgabe, die Vorschriften jener auf ihre Praxistauglichkeit zu untersuchen und zu überarbeiten. Während der Cadbury Report in Folge von Unternehmenspleiten und der Greenbury Report in Folge unangemessener Vorstandsvergütungen erarbeitet wurden und anhand dieser Berichte versucht wurde, Fehler aus der Vergangenheit zukünftig zu vermeiden, war der Grundgedanke des Hampel Reports, dass eine gute CG einen positiven Einfluss auf die Unternehmen haben könnte.<sup>212</sup> Der Vorsitzende dieses Komitees war Sir Ronald Hampel, Vorsitzender von Imperial Chemical Industries P.L.C. Der Report sieht keine Notwendigkeit für ein dauerhaftes Corporate Governance Komitee und bestätigt weithin die Prinzipien des Cadbury und Greenbury Reports. Es könnte also durchaus der Eindruck entstehen, dass der Hampel Report den Cadbury und den Greenbury Report tendenziell ins Allgemeine und Unverbindliche abschwächt. Er enthält gegenüber den beiden Reports keine neuen Vorschriften, sondern versucht vor allem die Legitimität von Corporate Governance zu erhöhen und deren positiver Beitrag für die englische Ökonomie.<sup>213</sup>

### **3.3.3 Zwangsregulierung in den USA und Selbstregulierung in Großbritannien und ihre Dynamik**

Die Thematik guter CG ist nicht aus den Unternehmen selbst heraus entstanden, die sich etwa durch gute CG höhere Gewinne erhofften. Betrachtet man die Entstehung der verschiedenen Kodizes und Gesetze (Sarbanes-Oxley Act, Cadbury, Greenbury und Hampel Reports) so kann festgestellt werden, dass Governance immer dann zum Thema wurde, wenn der Markt sich als Regulierungsmechanismus als unzureichend erwiesen hatte. Der Impuls kam dann entweder von den Standesorganisationen selbst, um weiteren Schaden abzuwenden, Vertrauen wieder

---

<sup>209</sup> Vgl. Rock (1995), S. 40-44.

<sup>210</sup> Vgl. Greenbury Report (1995), S. 26.

<sup>211</sup> Vgl. Hughes (1996), S. 4f.

<sup>212</sup> Vgl. Hampel Report (1998), S. 9.

<sup>213</sup> Vgl. Hampel Report (1998), S. 8f.

herzustellen, der Reglementierung durch das Gesetz zuvorzukommen oder von Seiten des Gesetzgebers.

Die Entwicklung der Corporate Governance Kodizes ist somit kein gradliniger Prozess, sondern hat stärkere und weniger starke Phasen je nach Wirtschaftsverlauf und herrschender ideologischer Ausrichtung. In Zeiten von Unternehmens-Pleiten bzw. -Skandalen sowie Wirtschaftskrisen werden Reglementierungen eingeführt, angepasst oder verstärkt, in Zeiten wirtschaftlichen Aufschwungs werden die Regulierungsimpulse schwächer und das Vertrauen in den Markt als ausreichender Regulierungsmechanismus steigt.

Zusammenfassend und vereinfachend lässt sich sagen, dass in den USA die Regulierungsbehörden, allen voran die S.E.C. und der NYSE mit SOX wesentlich auf eine gesetzliche Zwangsregulierung vertrauen und die Selbstverpflichtung von Unternehmen eine untergeordnete Rolle spielt. In Großbritannien hingegen liegt der Schwerpunkt der Corporate Governance auf Selbstregulierung. Die „freiwillige“ Compliance soll durch das „comply or explain“ Prinzip sichergestellt werden. Obwohl diese Vorgehensweise als „Soft law“ bezeichnet werden kann, ist damit keineswegs eine geringere Wirksamkeit gegeben. Sowohl ex negativo lässt sich argumentieren, dass auch SOX eklatante Missstände nicht zu verhindern wusste, bzw. ex positivo, dass die Marktkräfte durchaus ebenso wirksam, und in manchen Situationen wirksamer Compliance erzwingen können als das Gesetz.

### **3.4 Hauptetappen der Entwicklung in Deutschland**

Auch in Deutschland ist die Entstehung des DCGK wesentlich mit Dysfunktionen des Marktes verknüpft. Die entsprechende Regierungskommission entstand nach einer Reihe von nationalen und internationalen Unternehmensskandalen. Zwei der bedeutendsten Fälle, die in diesem Land CG einen starken Schub gegeben haben, waren der Zusammenbruch von „Philipp Holzmann“ und in geringerem Umfang, der „Neue-Heimat“ Skandal. Diese unerwarteten und dramatischen Ereignisse trugen wesentlich dazu bei, dass auch in Deutschland nach den Skandalen in Großbritannien die Politik das Thema mit hoher Priorität behandelte.<sup>214</sup> Diese beiden Insolvenzen „Holzmann“ und „Neue-Heimat“, beide aus dem Immobiliensektor, sollen deshalb im Folgenden näher beschrieben werden. Daneben sollen die generellen Entwicklungen während der 80er und 90er Jahre skizziert werden.

#### **3.4.1 Die Neue-Heimat und Philipp Holzmann**

Die „Neue Heimat“ war ein Wohnungsunternehmen im Besitz des Deutschen Gewerkschaftsbunds (DGB). Nach 1954 erfuhr der Konzern ein starkes Wachstum, das zwischen Mitte der Sechziger und Anfang der Siebzigerjahre seinen Höhepunkt erreichte. Der Konzern bestand aus einer Vielfalt von Gesellschaften und hatte lange Zeit einen hervorragenden Ruf. Die Neue Heimat baute mehr Wohnungen als jedes andere deutsche Unternehmen, war über die Neue Heimat International auch in Kanada, Frankreich oder Mexiko tätig<sup>215</sup> und bestach durch ihre

---

<sup>214</sup> Vgl. Dörner / Orth (2005), S. 5.

<sup>215</sup> Vgl. Hamburgisches Architekturarchiv der Hamburgischen Architektenkammer (2011).

Modernität und Urbanität als Instrument des industriellen Wohnungsbaus für die breite Bevölkerung.<sup>216</sup>

Ab 1973 begann der Abstieg des einst so erfolgreichen Unternehmens. Die autokratische Unternehmensführung unterlag keiner wirksamen Kontrolle durch die Eigentümer und aufgrund der Eigenfinanzierung auch nicht der Banken.<sup>217</sup> So konnte die Führungsspitze unkontrolliert agieren und z.B. große Mengen Geld zwischen den einzelnen Gesellschaften hin und her verschieben, einzelne Vorstandsmitglieder bereicherten sich auch persönlich. Im Februar 1982 erschien „Der Spiegel“ mit der Titelgeschichte „Neue Heimat – Die dunklen Geschäfte von Victor und Genossen“, in der schwere Unregelmäßigkeiten aufgedeckt wurden. Der Gewerkschaftsbund entließ nach der Enthüllung der Veruntreuungen die Verantwortlichen, war aber nicht gewillt, die Neue Heimat zu rekapitalisieren. So wurde sie 1986 für den symbolischen Wert von einer Mark verkauft. Die Verbindlichkeiten betragen beim Verkauf ca. 16 Mrd. Deutsche Mark. Der Käufer, Horst Schiesser, ein Berliner Bäckerei Unternehmer, rückabwickelte wenig später den Verkauf und erhielt eine millionenschwere Aufwandsentschädigung. Grund war sein von den Banken nicht akzeptierter Sanierungsplan. Nach dem Skandal um die verschleierte Verluste, die persönlichen Bereicherungen der Geschäftsführung, den gescheiterten Verkauf und dessen Rückabwicklung wurde der Wohnungsbestand bis 1990 verkauft. Das Ende des ursprünglichen Anspruchs, eines explizit als gewerkschaftseigenes, dem Gemeinwohl verpflichteten Unternehmens, schädigte den Ruf der Immobilienbranche in Deutschland nachhaltig und machte deutlich, dass ein wesentlicher Grund für derart eklatantes Fehlverhalten und kriminelle Machenschaften der Mangel an Transparenz und Kontrolle war. Nicht nur die unternehmerische Tätigkeit von Gewerkschaften geriet somit in die Kritik,<sup>218</sup> sondern es wurde allgemeiner deutlich, dass das Fehlen einer Corporate Governance derartige Unregelmäßigkeiten massiv begünstigte.

Auch der Philipp Holzmann Skandal endete mit der Insolvenz eines berühmten, und lange Zeit erfolgreichen deutschen Bauunternehmens. Einer der unrühmlichen Höhepunkte der Affäre waren vom Management gefälschte Wirtschaftsprüfer-Protokolle, die dazu dienen sollten, die finanzielle Lage des Unternehmens zu schönen.<sup>219</sup> Das 1849 gegründete Unternehmen war im Frühjahr 2002, nach einer Reihe von Rettungsversuchen, unter anderem auch seitens der Bundesregierung unter dem damaligen Kanzler Gerhard Schröder (Bundeskanzler von 1998 bis 2005), endgültig zahlungsunfähig und meldete zum zweiten Mal nach 1999 Insolvenz an.

Philipp Holzmann wurde zum einen von der damaligen Baukrise getroffen, zum anderen verspekulierte sich das Unternehmen bei einigen großen Projekten. Aber nicht die Insolvenz an sich war das Erschreckende, sondern interessant aus CG Sicht sind die Ereignisse, die dazu führten. Als das Unternehmen im März 2002 völlig überraschend einen Verlust über 1,7 Mrd. DM für das Geschäftsjahr 2001 präsentierte, froren die Banken, die das Unternehmen 1999 noch gerettet hatten, die Kreditlinie sofort ein. Intransparenz prägte das Unternehmen, und nicht einmal das Management selbst konnte den Insolvenzverwaltern einen genauen Überblick über

---

<sup>216</sup> Vgl. Bartholomäi (2004), S. 22.

<sup>217</sup> Vgl. Schanetzky (2009).

<sup>218</sup> Für die geschichtlichen Aspekte der Neuen Heimat vgl. auch Kramper (2008); Kunz (2003).

<sup>219</sup> Vgl. Der Spiegel (2000), S. 83.

die Struktur des Unternehmens geben.<sup>220</sup> Die Holzmann Krise machte den CG Diskurs, auch wegen des persönlichen Engagements des Bundeskanzlers und der entsprechenden medialen Aufmerksamkeit, zu einem wichtigen politischen und ökonomischen Thema.

Wie bei ähnlichen Ereignissen in Großbritannien und den USA, haben auch in Deutschland diese dramatischen Pleiten zur Entwicklung des DCGK beigetragen. Seine Entstehung wurde ohne Zweifel durch die Vorbilder des Sarbanes-Oxley Act und vor allem durch die Kodizes aus Großbritannien begünstigt, die Anlehnung an letztere ist unverkennbar. Obwohl der Inhalt des Kodizes zwischen den einzelnen Ländern leicht variiert, haben alle Kodizes zwei gemeinsame Ziele: die Verbesserung der Qualität der Vorstands- und Aufsichtsratsgovernance und die Stärkung der Unternehmensverantwortung gegenüber Aktionären bei gleichzeitiger Maximierung des Shareholder oder Stakeholder Value.<sup>221</sup>

### 3.4.2 Die Entstehung des Deutschen Corporate Governance Kodex

Das deutsche System erschien internationalen Investoren wenig transparent und Aufsichtsräten sowie Wirtschaftsprüfern fehlte es nach Meinung der Investoren an Unabhängigkeit. Deutschland hinkte, vor allem gegenüber den angelsächsischen Ländern mit ihren „Codes of Best Practice“ hinterher; dieses Fehlen wurde von Politik und Wirtschaft als globaler Wettbewerbsnachteil betrachtet. Unter dieser Prämisse entstand der Deutsche Corporate Governance Kodex. Es galt, wie es vorher schon für die Rechnungslegung durch die IAS (International Accounting Standards) geschehen war,<sup>222</sup> internationale Normen zu erfüllen. So wurde 2001 schließlich das Aktienrecht grundlegend modernisiert und der Kodex ins Leben gerufen.<sup>223</sup> Unter anderem waren es die gescheiterte Rettung und endgültige Insolvenz der Philipp Holzmann AG (2002), die Gerhard Schröder dazu veranlassten, Experten mit der Ausarbeitung eines Corporate Governance Kodexes für die deutsche Wirtschaft zu beauftragen, um ihr international anerkannte Regeln für die Unternehmensführung zu geben.<sup>224</sup>

Grundlage des DCGK ist das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), das am 5. März 1998 vom Deutschen Bundestag verabschiedet wurde und am 1. Mai des gleichen Jahres in Kraft trat.<sup>225</sup> Es regelte die Rechte und Pflichten von Aufsichtsräten, Abschlussprüfern und interner Revision neu, und fand seinen Niederschlag in Veränderungen des Handelsgesetzbuches (HGB) und des Aktiengesetzes (AktG). Durch dieses Gesetz wurden der Aufsichtsrat gestärkt und die Pflichten des Vorstandes und des Abschlussprüfers genauer festgelegt. So etwa wurde bestimmt, dass der Aufsichtsrat dem Abschlussprüfer den Prüfungsauftrag für den Jahres- und den Konzernabschluss erteilt<sup>226</sup> und dass sein Bericht an den Aufsichtsrat gerichtet ist. Der Vorstand muss ein geeignetes Überwachungssystem einrichten<sup>227</sup> und hat umfangreiche Berichtspflichten gegenüber dem Aufsichtsrat. Der Abschlussprüfer hingegen muss an der Bilanzsitzung des Aufsichtsrates teilnehmen und über die wesentlichen Er-

---

<sup>220</sup> Vgl. Fritz (2012), S. 9.

<sup>221</sup> Vgl. Aguilera / Cuervo-Cazurra (2004), S. 420.

<sup>222</sup> Vgl. Benson (1976), S. 34-39.

<sup>223</sup> Vgl. Wadewitz (2011), S. 8.

<sup>224</sup> Vgl. Fockenbrock (2011A), S. 8; Lutter (2009), S. 126.

<sup>225</sup> Vgl. Bundesgesetzblatt (1998), S. 786.

<sup>226</sup> Vgl. Ziffer 7.2.2 CGKI; § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG.

<sup>227</sup> Vgl. Ziffer 4.1.4 CGKI; § 91 Abs. 2 AktG.

gebnisse seiner Prüfung berichten.<sup>228</sup> Diese Gesetzesänderungen flossen alle in den DCGK mit ein. Der Kodex bezieht sich zwar in Anlehnung an seine angelsächsischen Pendanten hauptsächlich auf den Shareholder-Ansatz, vertritt dabei aber auch gemäß der deutschen Tradition die Interessen anderer Stakeholder.

Auf der Homepage der Regierungskommission „Deutscher Corporate Governance-Kodex“ schrieb Cromme im Februar 2002: „Lassen Sie mich kurz erläutern, was das Ziel unserer Arbeit war: Wir wollen mit dem Corporate Governance Kodex den Standort Deutschland für internationale – und nationale – Investoren attraktiver machen. Warum machen wir das? Wir wollen, dass die Börsenbewertung deutscher Unternehmen auch ihrem tatsächlichen Wert entspricht. Wir bieten den großen Fondsgesellschaften nachvollziehbare Regeln an, um somit die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland für die Industrie zu sichern. Der Kodex stellt in einem Guss zusammen, was es an vielfältigen Gesetzen und Verordnungen gibt. Er gibt zudem Empfehlungen und Anregungen, wie auf dieser Basis internationale Gepflogenheiten guter Unternehmensführung eingehalten werden können. Denn: Corporate Governance hat in Deutschland eine lange Tradition, die es an neue Entwicklungen anzupassen galt.“<sup>229</sup>

In Deutschland wurde die CG Thematik somit zuerst von staatlicher Seite aufgegriffen und vorangetrieben. Noch bevor die Regierungskommission „Deutscher Corporate Governance-Kodex“ am 6. September 2001 in Berlin eingesetzt wurde, hatte die von Bundeskanzler Schröder eingesetzte Regierungskommission „Corporate Governance - Unternehmensführung - Unternehmenskontrolle - Modernisierung des Aktienrechts“, unter Vorsitz von Prof. Dr. Theodor Baums, wichtige Vorarbeiten geleistet. Viele der Mitglieder dieser Regierungskommission waren anschließend auch Mitglieder der CG-Kommission. Wichtige Anhaltspunkte für die CG-Kommission lieferten auch die Vorschläge des Berliner Initiativkreises zum „German Code of Corporate Governance“ vom Juni 2000 und die Corporate Governance-Grundsätze der Frankfurter Grundsatzkommission Corporate Governance vom Juli 2000.<sup>230</sup> Obwohl die Kommission von der deutschen Bundesregierung eingesetzt wurde, ist sie von der Politik unabhängig. Ihre Mittel kommen aus der Wirtschaft, sie hat keine politischen Vertreter und ist in ihren Entscheidungen autonom. Sie lässt sich deshalb mit Fug und Recht als selbstregulierende Institution bezeichnen.

Die erste Fassung des Deutschen Corporate Governance Kodexes überreichte die Kommission der Regierung am 26. Februar 2002. Ziel des Kodex sollte sein, „alle wesentlichen - vor allem internationalen - Kritikpunkte an der deutschen Unternehmensverfassung, nämlich (1) mangelhafte Ausrichtung auf Aktionärsinteressen, (2) die duale Unternehmensverfassung mit Vorstand und Aufsichtsrat, (3) mangelnde Transparenz deutscher Unternehmensführung, (4) mangelnde Unabhängigkeit deutscher Aufsichtsräte, (5) eingeschränkte Unabhängigkeit der Abschlussprüfer.“<sup>231</sup> zu adressieren.

Im Jahre 2002 wurde das Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) verabschiedet, 2004 folgten das Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG) und das Bilanzkontrollgesetz (BilKoG). Das

---

<sup>228</sup> Vgl. vgl. Ziffer 7.2.4 CGKI; § 171 Abs. 1 Satz 2 AktG.

<sup>229</sup> Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2012C).

<sup>230</sup> Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2012B).

<sup>231</sup> Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2012A).

TransPuG diente der Umsetzung einer ersten Tranche von Vorschlägen der Regierungskommission Corporate Governance in das deutsche Aktienrecht und das Handelsrecht. So wurden erweiterte Regelungen zur Informationsversorgung des Aufsichtsrates, zur Befassung des Aufsichtsrates mit dem Konzernabschluss und an internationale Regeln angenäherte Vorschriften zur Konzernrechnungslegung formuliert. Das BilReG begleitete die Einführung der International Financial Reporting Standards (IFRS) als europaweit verpflichtende Grundlage der Konzernabschlüsse börsennotierter Unternehmen. Die Gründung einer unabhängigen Prüfstelle zur Kontrolle der Konzernabschlüsse börsennotierter Unternehmen stand schließlich im Mittelpunkt des BilKoG.<sup>232</sup>

Seit der Vorlage der ersten Fassung, ist es Aufgabe der Regierungskommission, mindestens einmal jährlich den Kodex auf seine Aktualität zu überprüfen, angepasst werden soll er hingegen nach Möglichkeit nur alle zwei Jahre, um die Wirtschaft mit den Änderungen nicht zu überfordern und ihr genügend Zeit zu geben, die Maßnahmen umzusetzen. Die alten sowie die aktuelle Fassung des Kodexes werden im elektronischen Bundesanzeiger durch das Bundesministerium der Justiz veröffentlicht.<sup>233</sup>

### 3.4.3 Inhalt des Deutschen Corporate Governance Kodex

Nachdem im vorherigen Punkt die Entstehungsgeschichte des Deutschen Corporate Governance Kodexes skizziert wurde, geht dieser Punkt näher auf den Inhalt des Kodexes ein.

Der DCGK besteht aus sieben Kapiteln: „1. Präambel“, „2. Aktionäre und Hauptversammlung“, „3. Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat“, „4. Vorstand“, „5. Aufsichtsrat“, „6. Transparenz“ und „7. Rechnungslegung und Abschlussprüfung“. Das erste Kapitel, „Präambel“, beschreibt den Zweck und die Struktur des Kodexes. Er richtet sich zwar in erster Linie an börsennotierte Gesellschaften, aber auch den nicht börsennotierten Gesellschaften wird die Befolgung des Kodexes empfohlen. Es schließt mit dem Hinweis ab, dass der Kodex „in der Regel einmal jährlich vor dem Hintergrund nationaler und internationaler Entwicklungen überprüft und bei Bedarf angepasst“<sup>234</sup> wird.

Ab dem zweiten Kapitel ist der Kodex in Ziffern aufgeteilt. Diese bestehen wiederum aus einer oder mehreren Anregungen, Empfehlungen und Bestimmungen. Sind Zifferteile innerhalb des Kodexes mit dem Wort „soll“ gekennzeichnet, handelt es sich um eine Empfehlung, mit den Wörtern „sollte“ oder „kann“ (in der Kodexversion vom 15. Mai 2012 wurden die „kann“ alle durch „sollte“ ersetzt, um den Kodex möglichst einheitlich zu gestalten) sind Anregungen gekennzeichnet; sind sie nicht mit „soll“ oder „sollte / kann“ gekennzeichnet, handelt es sich um auf Gesetzen beruhende Bestimmungen (gesetzliche Vorschriften), die von den Unternehmen auf jeden Fall zu beachten sind. Von den Empfehlungen kann das Unternehmen abweichen, muss dies jedoch offenlegen und erfüllt damit trotzdem den Kodex im vollen Umfang. Bei den Anregungen sind die Unternehmen sogar ohne Offenlegung der Abweichungen mit dem Kodex konform.<sup>235</sup>

<sup>232</sup> Hans-Böckler-Stiftung (2006), S. 9.

<sup>233</sup> Vgl. Homepage Bundesanzeiger: <https://www.bundesanzeiger.de>.

<sup>234</sup> DCGK (2010), S. 2.

<sup>235</sup> Vgl. CGKI (2010), S. 3.



Die Kodex-Empfehlungen haben demnach lediglich eine eingeschränkte Verbindlichkeit und räumen den Unternehmen „somit nach dem international verbreiteten Prinzip *comply or explain* die Option ein, alle oder zumindest ausgewählte Bestimmungen des Regelwerks abzulehnen.“<sup>236</sup>

Die einzelnen Kapitel sind unterschiedlich umfangreich und auch die Gewichtung der Bestimmungen, Empfehlungen und Anregungen ist nicht gleichmäßig auf die sechs Kapitel verteilt. Kapitel zwei „Aktionäre und Hauptversammlung“ ist in drei Teile aufgeteilt. Teil eins, „2.1 Aktionäre“, besteht aus zwei, Teil zwei „2.2 Hauptversammlung“ ebenso wie Teil drei „2.3 Einladung zur Hauptversammlung, Briefwahl, Stimmrechtvertreter“ aus vier Kodexziffern. Die einzelnen Kodexziffern können aus einer oder mehreren Bestimmungen, Empfehlungen und Anregungen bestehen. So besteht zum Beispiel, wie schon gesehen, Kodexziffer 2.1.1 aus einer Bestimmung,<sup>237</sup> während Ziffer 2.2.4 aus einer Bestimmung und einer Anregung besteht.<sup>238</sup>

Der Deutsche Corporate Governance Kodex will ein umfassender Leitfaden für eine optimale Form der Unternehmensführung sein, der sowohl alle wichtigen gesetzlichen Regelungen aufnimmt als auch eine Reihe von Selbstverpflichtungen. Er soll Rahmenbedingungen für möglichst viel erwünschten und möglichst wenig unerwünschten Wettbewerb (ruinösen Wettbewerb, der zu Lasten Dritter oder der Umwelt geht) schaffen.<sup>239</sup> Die Annahme, dass ein vom DCGK geleitetes Zusammenspiel von Führung und Kontrolle auch einen nachhaltigen wirtschaftlichen Erfolg mit sich bringt, lässt sich empirisch schwer nachweisen,<sup>240</sup> aber sie ist bisher auch nicht widerlegt worden. Werder spricht davon, dass sie „eine gewisse Effizienzvermutung für sich beanspruchen“ können.<sup>241</sup>

Der Verbindlichkeitscharakter des DCGK wird von der BGH-Rechtsprechung unterstrichen, wonach Vorstand und Aufsichtsrat die Anfechtung ihrer Entlastung riskieren, wenn sie vom Kodex abweichen und die Entsprechenserklärung nicht zutreffend verfassen, beziehungsweise falsche Angaben nicht umgehend korrigieren.<sup>242</sup> Nach Baums ist in Deutschland die unterbliebene, unvollständige und falsche Entsprechenserklärung durch Anfechtungsklagen gegen Entlastungsbeschlüsse bereits hinreichend sanktioniert, vorsätzliche Falschangaben sind sogar bußgeldpflichtig. Alles andere, dazu gehören mangelnde Übersichtlichkeit und Nachvollziehbarkeit des Corporate Governance-Berichts, sollte der Kritik der Marktakteure überlassen bleiben.<sup>243</sup>

### 3.5 Deutsche immobilienpezifische Corporate Governance

Warum brauchen wir also einen immobilienpezifischen CGK? Eine erste Antwort liefert die Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft selbst: „Die Initiative Corpo-

<sup>236</sup> Werder / Bartz (2011A), S. 1285.

<sup>237</sup> Die Aktionäre nehmen im Rahmen der satzungsmäßig vorgesehenen Möglichkeiten ihre Rechte vor oder während der Hauptversammlung wahr und üben dabei ihr Stimmrecht aus.

<sup>238</sup> Der Versammlungsleiter sorgt für eine zügige Abwicklung der Hauptversammlung. Dabei sollte er sich davon leiten lassen, dass eine ordentliche Hauptversammlung spätestens nach 4 bis 6 Stunden beendet ist.

<sup>239</sup> Vgl. Suchanek (2008), S. 4.

<sup>240</sup> Vgl. Kohl (2009), S. 159.

<sup>241</sup> Werder (2010), S. 25.

<sup>242</sup> Vgl. Selzner (2012), S. 13.

<sup>243</sup> Vgl. Wadewitz (2012), S. 11.

rate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft hat, entsprechend der herausragenden Bedeutung der Immobilienwirtschaft<sup>244</sup> in der Volkswirtschaft, Wert darauf gelegt, die notwendigen Ergänzungen an bestimmten Stellen deutlich ausgeprägt und beispielgebend zu formulieren.“<sup>245</sup> Die „herausragende Bedeutung“ der Immobilienmärkte, die in den westlichen Industriestaaten nicht nur quantitativ, sondern auch qualitativ einer der wichtigsten Märkte für die jeweiligen Volkswirtschaften bilden, wird aus wenigen Zahlen deutlich: Das gesamte deutsche Immobilienvermögen (Bauten und Grundstücke) belief sich 2009 auf 9.500 Milliarden Euro. 2008 waren knapp 10% (3,9 Mio.) der Erwerbstätigen im Immobiliensektor tätig, wobei die sehr personalintensiven Zweige der Immobilienwirtschaft, wie z.B. Bauwirtschaft und Gebäudereinigung, noch nicht mit eingerechnet sind. 2008 stammten 415 Mrd. Euro Bruttowertschöpfung aus der Immobilienwirtschaft (18,6% der gesamten Wertschöpfung).<sup>246</sup>

Durch die Besonderheiten von Immobilien spricht viel dafür, die Corporate Governance Regeln und Richtlinien auf diese Asset Klasse anzupassen. Genau diese Aufgabe hat die Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft übernommen, indem sie den DCGK um immobilienpezifische Punkte ergänzt hat. Die Besonderheiten der Immobilienbranche beschränken sich nicht nur auf die Bewertungsmethoden<sup>247</sup> und die Verantwortlichen der Bewertung,<sup>248</sup> sondern sie erfordern auch ein hohes Maß an Fachspezifikation.<sup>249</sup>

### 3.5.1 Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V.

Die bedeutendste Institution für diese Arbeit ist die „Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V.“ Die Initiative wurde im Herbst 2002 gegründet und wird gegenwärtig von Dr. Hans V. Volckens als Vorsitzendem des Vorstands geleitet. Laut eigener Aussage war die Immobilienwirtschaft die erste Branche, „die den Cromme-Kodex aus dem Blickwinkel des eigenen Geschäfts ergänzt hat.“<sup>250</sup> Die Initiative versucht, möglichst die gesamte Immobilienbranche abzudecken und hat hierfür mehrere Dokumente erarbeitet, die ständig an die sich wandelnden Umstände angepasst werden. Neben den zehn Grundsätzen ordnungsgemäßer und lauterer Geschäftsführung der Immobilienwirtschaft („10 Gebote“) und den Leitfäden Werte Management in der Immobilienwirtschaft wurden auch der Kodex für Kapitalgesellschaften sowie der Kodex für Treuhandvermögen erarbeitet.

#### Inhalt der Corporate Governance Richtlinien

Neben dem Kodex für Kapitalgesellschaften seien an dieser Stelle noch die zehn Grundsätze ordnungsgemäßer und lauterer Geschäftsführung<sup>251</sup> („10 Gebote“) der Immobilienwirtschaft der Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V. erwähnt, die den ersten Verhaltenskodex für deutsche Immobilienunternehmen unabhängig von deren Rechts-

---

<sup>244</sup> Für die volkswirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft vgl. auch Just / Sebastian (2013).

<sup>245</sup> CGKI (2010), S. 4.

<sup>246</sup> Vgl. Steininger (2012), S. 402f.

<sup>247</sup> Vgl. Ziffer 7.1.1.i CGKI (2010).

<sup>248</sup> Vgl. Ziffer 5.3.2.i CGKI (2010).

<sup>249</sup> Vgl. Ziffer 4.2.1.i CGKI (2010); Ziffer 5.4.i CGKI (2010).

<sup>250</sup> Vgl. Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft (2014C).

<sup>251</sup> Die Grundsätze sind unter <http://www.immo-initiative.de/grundsätze/> abrufbar.

form darstellen.<sup>252</sup> Sie enthalten Richtlinien, die neben dem Kodex auf jeden Fall befolgt werden sollten. Neben der Tatsache, dass Professionalität, Transparenz und Fairness aller Akteure im Immobiliensektor unverzichtbar sind (1), dass Geschäfte im Interesse der Anleger und / oder der Auftraggeber betrieben werden sollen (2), dass die Unternehmensleitung über die nötigen Qualifikationen verfügen muss (3) und dass sachkundige Aufsichts- und Beratungsgremien die Entscheidungsqualität erhöhen (4), muss das Immobilienvermögen anhand anerkannter Methoden bewertet und von qualifiziertem Personal begleitet werden (5). Die Punkte 6 bis 9 betonen die fundamentale Bedeutung eines internen Kontrollsystems sowie einer Risikosteuerung in der Immobilienbranche, (6) Interessenskonflikte sollen durch entsprechende Regeln vermieden oder offengelegt werden, (7) die Prüfung des Jahresabschlusses soll durch unabhängige und qualifizierte Prüfer erfolgen, (8) Geschäftsmodell, Organisationsstruktur und Beteiligungsverhältnisse sollen übersichtlich dargestellt und deren Veränderungen erläutert werden. Der letzte Punkt (9) betrifft die Informationspolitik; Immobilienunternehmen sollen sämtliche Marktteilnehmer objektiv, klar, umfassend und zeitgleich informieren.<sup>253</sup>

### **Corporate Governance Kodex für Kapitalgesellschaften**

Das wichtigste Dokument der „Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V.“, auf das diese Arbeit Bezug nimmt, ist der „Kodex für Kapitalgesellschaften“. Die Initiative hat den DCGK auf börsennotierte und zur zukünftigen Börsennotierung vorgesehene Aktiengesellschaften im Immobiliensektor ergänzt und sich zur Aufgabe gemacht, diesen immobilienpezifischen CGK jährlich auf Aktualität zu überprüfen und gegebenenfalls anzupassen. Die Initiative empfiehlt - genau wie der DCGK - die Anwendungen ihres Kodex in erster Linie börsennotierten Unternehmen, aber auch den nicht börsennotierten wird die Anwendung nahe gelegt<sup>254</sup>

Die Version des DCGK vom 26. Mai 2010 wurde durch die Initiative in der aktuellen immobilienpezifischen Version vom September 2010 um insgesamt dreizehn Ziffern ergänzt. Die Ergänzungen der Grundsätze zur Unternehmensführung und -kontrolle sind in dem CGKI durch den Hinweis „i“ und durch Fettdruck hervorgehoben. Der gesamte CGKI befindet sich im Anhang dieser Arbeit (vgl. Anhang 1).

Der CGKI besteht, genau wie der DCGK, aus sieben Kapiteln. Im ersten Abschnitt „1. Präambel“ wird unter „1.i Präambel für die Immobilienwirtschaft“ erklärt, wie der DCGK an die Immobilienwirtschaft angepasst wurde. Der Abschnitt „2. Aktionäre und Hauptversammlung“ enthält keine immobilienpezifischen Anpassungen. Abschnitt „3. Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat“ enthält vier Ergänzungen, eine Empfehlung (3.1.i),<sup>255</sup> eine Bestimmung (3.3.i)<sup>256</sup>

<sup>252</sup> Vgl. Kolb (2007), S. 79.

<sup>253</sup> Vgl. Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft (2014D).

<sup>254</sup> Vgl. CGKI (2010), S. 4.

<sup>255</sup> „Vorstand und Aufsichtsrat in Konzernobergesellschaften sollen die Führung der Geschäfte von abhängigen Gesellschaften, insbesondere hinsichtlich der Immobilienaktivitäten, sorgfältig überwachen“, CGKI (2010), S. 5.

<sup>256</sup> „Bei Immobilienunternehmen gilt dies insbesondere für - grundlegende Änderungen von Bewertungsverfahren - Immobilienan- und -verkäufe sowie Projektentwicklungen von eigenen Grundstücken oberhalb einer in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße festzulegenden Schwelle“, CGKI (2010), S. 5.

und zwei weitere Empfehlungen (3.9.i).<sup>257</sup> Abschnitt „4. Vorstand“ hat die Initiative um sieben Punkte ergänzt, eine Empfehlung und einer Anregung (4.2.i)<sup>258</sup> sowie aus einer Bestimmung, zwei Empfehlungen und zwei Anregungen (4.3.6.i)<sup>259</sup>. Abschnitt „5. Aufsichtsrat“ enthält vier immobilienpezifische Ziffern. Sie bestehen aus jeweils einer Empfehlung (5.1.1.i),<sup>260</sup> einer Empfehlung und einer Anregung (5.3.2.i),<sup>261</sup> einer Anregung und einer Empfehlung (5.4.i)<sup>262</sup> und einer Bestimmung, zwei Empfehlungen und zwei Anregungen (5.5.i).<sup>263</sup> Abschnitt „6. Transparenz“ wurde durch eine immobilienpezifische Ziffer ergänzt (6.1.i),<sup>264</sup> diese besteht aus einer Empfehlung. Der letzte Abschnitt „7. Rechnungslegung und Abschlussprüfung“ enthält zwei immobilienpezifische Kodexziffern, die aus zwei Empfehlungen und einer Anregung (7.1.1.i)<sup>265</sup>

---

<sup>257</sup> „Immobilienengeschäfte zwischen dem Unternehmen und Mitgliedern des Vorstands oder des Aufsichtsrats sollen vermieden werden. Soweit sie dennoch abgeschlossen werden, sollen sie der Zustimmung des Aufsichtsrats unterliegen“, CGKI (2010), S. 6.

<sup>258</sup> „Vorstandsmitglieder von Gesellschaften, die im Immobiliengeschäft tätig sind, sollen über eine einschlägige Ausbildung oder ausreichende Erfahrungen verfügen. In Vorständen von Unternehmen, deren Konzerngesellschaften in einem Maße im Immobiliengeschäft tätig sind, das auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des herrschenden Unternehmens nicht unerheblichen Einfluss haben kann, sollte mindestens ein Mitglied des Vorstands besondere Kenntnisse oder ausreichende Erfahrungen im Immobiliengeschäft aufweisen“, CGKI (2010), S. 7.

<sup>259</sup> „Bei Immobilienengeschäften des Unternehmens sollte schon der Anschein eines Interessenkonfliktes vermieden werden. Bei jedem derartigen Geschäft müssen ausschließlich die Interessen des Unternehmens beachtet werden. Mitglieder des Vorstands dürfen keinesfalls persönliche Vorteile aus Geschäften des Unternehmens ziehen.

Privat durchgeführte Immobilienengeschäfte und private Aufträge zu solchen Geschäften durch Mitglieder des Vorstands sollen dem Vorsitzenden des Aufsichtsrats offengelegt werden.

Die Mitglieder des Vorstands sollen auf die Einhaltung der Grundsätze zur Vermeidung von Interessenkonflikten achten, insbesondere bei: - Geschäften zwischen verbundenen Unternehmen - bei Immobilienan- und verkäufen - bei Auftragsvergaben im Immobilienbereich

Der Aufsichtsrat sollte Verfahrensregeln für den Einzelfall festlegen“, CGKI (2010), S. 8.

<sup>260</sup> „Bei Immobilienengeschäften von erheblicher Bedeutung soll der Aufsichtsrat - die frühzeitige und ausreichende Information seiner Mitglieder sicherstellen - Frequenz und Zeitbudget für Sitzungen entsprechend dem Geschäftsvolumen und den Geschäftserfordernissen angemessen regeln - insgesamt den Mitgliedern die Wahrnehmung ihrer Kontrollfunktion erleichtern

Kreditinstitute können für Rettungserwerbe besondere, auch abweichende, Regeln festlegen“, CGKI (2010), S. 9.

<sup>261</sup> „Bei Immobilienunternehmen soll der Aufsichtsrat bzw. das Audit Committee mit der Bewertung des Immobilienbestandes befasst werden. Diese Aufgabe kann auch einem gesonderten Bewertungsausschuss übertragen werden“, CGKI (2010), S. 10.

<sup>262</sup> „In Aufsichtsräten von Unternehmen, deren Konzerngesellschaften in einem Maße im Immobiliengeschäft tätig sind, das auf die Vermögens- Finanz- und Ertragslage des herrschenden Unternehmens nicht unerheblich Einfluss haben kann, sollte mindestens ein Mitglied des Aufsichtsrats besondere Kenntnisse oder ausreichende Erfahrung im Immobiliengeschäft aufweisen.

In Aufsichtsräten der Immobilienengesellschaften soll eine hinreichende Zahl von Aufsichtsratsmitgliedern über derartige besondere Kenntnisse oder Erfahrungen verfügen“, CGKI (2010), S. 10.

<sup>263</sup> „Ziffer 4.3.6.i gilt entsprechend für die Mitglieder des Aufsichtsrats“, CGKI (2010), S. 11.

<sup>264</sup> „Immobilienengesellschaften sollen auch Immobilienengeschäfte unverzüglich veröffentlichen, deren jeweiliges Gesamtvolumen 5 % des Bilanzwertes der Grundstücke und Gebäude, die als Anlage-, Umlauf- und Beteiligungsvermögen ausgewiesen sind, überschreitet. Dies gilt nicht für Rettungserwerbe durch Kreditinstitute“, CGKI (2010), S. 11f.

<sup>265</sup> „Für die Bewertung von Immobilien sind rechtlich anerkannte Bewertungsmethoden anzuwenden. Diese Bewertungsmethoden sowie Änderungen hiervon sollen unter Angabe der Gründe im Anhang des Jahresabschlusses erläutert werden. Der Geschäftsbericht oder der Anhang soll auch den Marktwert - unter Ausschluss selbstgenutzter Immobilien des Anlagevermögens - angeben sowie die zu deren Ermittlung angewandten Bewertungsmethoden und deren etwaige Änderungen. Soweit kein Marktwert bezogen auf die Einzelimmobilie angegeben wird, sollte eine möglichst große Transparenz

sowie aus einer Empfehlung (7.2.2.i)<sup>266</sup> bestehen. Insgesamt umfasst der CGKI somit 85 Kodexziffern (2.1.1 bis 7.2.4) die in 83 Bestimmungen (B1 bis B80 und IB1 bis IB3) 110 Empfehlungen (E1 bis E95 und IE1 bis IE15) und 23 Anregungen (A1 bis A15 und IA1 bis IA8) aufgeteilt sind (vgl. Anhang 8). Die Umsetzung dieser insgesamt 216 Punkte wird in der empirischen Studie untersucht.

Der immobilienpezifische Deutsche Corporate Governance Kodex wurde zusammenfassend um folgende wichtige Punkte ergänzt: Umgang mit Konflikten, die das Management betreffen (corporate opportunities) (3.9.i), bessere Qualifikationen von Management, Aufsichtsratsmitgliedern und Mitarbeitern (4.2.i und 5.4.i), häufigere Bewertung von Immobilien und Veröffentlichung der Ergebnisse (5.3.2.i, 6.1.i und 7.1.1.i), standardisierte Bewertungs-Methoden (7.1.1.i), mehr Transparenz bezüglich des Handelns des Vorstandes und der Anteile, die von der Geschäftsführung oder dem Aufsichtsrat gehalten werden, engere Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsrat und Wirtschaftsprüfer (7.2.2.i).<sup>267</sup> Außerdem wurde noch das Thema „Interessenskonflikte“ ergänzt (4.3.6.i und 5.5.i). Bei der Überwachung des Vorstandes durch den Aufsichtsrat wurde der immobilienpezifische Kodex um Empfehlungen und Anregungen ergänzt, die die Überwachung der Führung der Geschäfte von abhängigen Gesellschaften, insbesondere hinsichtlich der Immobilienaktivitäten (3.1.i) und Zustimmungsvorbehalte zugunsten des Aufsichtsrats bei Änderungen von Bewertungsverfahren und Immobilien An- und Verkäufe sowie Projektentwicklungen von eigenen Grundstücken oberhalb einer in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße festzulegenden Schwelle betreffen (3.3.i). Die Ergänzungen zielen somit hauptsächlich auf die Qualifikation und Fortbildung der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder, mögliche Interessenskonflikte sowie Immobilienbewertungen ab, sie wollen das relevante Immobilien-Know-How in den Unternehmen fördern. Anhand der sehr unterschiedlichen Bewertungsmethoden schreibt der CGKI vor, wer mit der Bewertung zu befassen sei und vor allem, welche Bewertungsmethoden anzuwenden seien. Der Kodex versucht somit, den Aktionären eine nachvollziehbare und transparente Darstellung der Unternehmen zu geben.

Durch die Kopplung des CGKI an den DCGK ist auch Kritik entstanden. Grell moniert beispielsweise, dass Paragraph 3.9.i des CGKI<sup>268</sup> schon hinreichend durch die Paragraphen 4.3.3<sup>269</sup> und 4.3.4<sup>270</sup> des DCGK, in denen Interessenskonflikte geregelt werden, abgedeckt sei.<sup>271</sup> Die immo-

---

durch Angabe von allgemein gültigen (etwa DIX) regionalen und/oder nutzungsspezifischen Clustern erreicht werden, die auf Basis der Einzelmarktwerte ermittelt wurden“, CGKI (2010), S. 12.

<sup>266</sup> „Verträge mit Abschlussprüfern über zusätzliche Beratungsleistungen bei Immobiliengesellschaften sollen dem Aufsichtsrat zur Zustimmung vorgelegt werden, soweit die kumulierten Honorare hieraus 50 % der Vergütung für die jährliche Abschlussprüfung übersteigen. § 114 AktG gilt insoweit entsprechend“, CGKI (2010), S. 13.

<sup>267</sup> Vgl. Schulte (2004), S. 337f.

<sup>268</sup> „Immobiliengeschäfte zwischen dem Unternehmen und Mitgliedern des Vorstands oder des Aufsichtsrats sollen vermieden werden. Soweit sie dennoch abgeschlossen werden, sollen sie der Zustimmung des Aufsichtsrats unterliegen.“, CGKI (2010), S. 6.

<sup>269</sup> „Die Vorstandsmitglieder sind dem Unternehmensinteresse verpflichtet. Kein Mitglied des Vorstands darf bei seinen Entscheidungen persönliche Interessen verfolgen und Geschäftschancen, die dem Unternehmen zustehen, für sich nutzen.“, DCGK (2010), S. 8.

<sup>270</sup> „Jedes Vorstandsmitglied soll Interessenkonflikte dem Aufsichtsrat gegenüber unverzüglich offen legen und die anderen Vorstandsmitglieder hierüber informieren. Alle Geschäfte zwischen dem Unternehmen einerseits und den Vorstandsmitgliedern sowie ihnen nahe stehenden Personen oder ihnen persönlich nahe stehenden Unternehmungen andererseits haben branchenüblichen Standards zu ent-

bilien-spezifische Ergänzung möchte in dieser Passage jedoch deutlich machen, dass es sich bei der Handhabung von Immobilien, obwohl, oder gerade weil Hauptgeschäftsfeld der Immobilienunternehmen, um einen sensiblen Bereich handelt. Eine Wiederholung ist schon eher bei Paragraph 4.3.6.i<sup>272</sup> erkennbar. Diese Bestimmung ist schon hinreichend unter Paragraph 4.3.3 des DCGK<sup>273</sup> abgedeckt und stellt lediglich eine Wiederholung dar. Gleiches gilt für die Bestimmung des Paragraphen 5.5.i der die Bestimmungen des 4.3.6.i auf den Aufsichtsrat überträgt.

Die womöglich größere Problematik des immobilien-spezifischen Kodexes liegt jedoch in der zeitlichen Verzögerung, mit der der CGKI an den DCGK angepasst wird. Immobilienunternehmen haben in der „Übergangsphase“ das Problem, sowohl auf den (aktuelleren) DCGK schauen zu müssen, als auch die immobilien-spezifischen Ergänzungen des (veralteten) CGKI zu beachten.

### 3.6 Internationale Corporate Governance Kodizes

Der folgende Abschnitt stellt eingangs die wichtigsten internationalen Governance Kodizes in der Immobilienwirtschaft vor. Ab Ende der Achtzigerjahre wurden immer mehr CG Kodizes ins Leben gerufen.<sup>274</sup> Ein Meilenstein in der Geschichte der CG Kodizes war sicherlich der schon erwähnte britische Cadbury Report aus dem Jahre 1992. Zu den wichtigsten nationalen CG-Institutionen in Europa gehören die Cadbury Commission (Großbritannien), die Vienot Commission (Frankreich) und die Cromme Kommission (Deutschland).<sup>275</sup> Bei einer vergleichenden Lektüre der Cadbury, Greenbury und Hampel Reports einerseits und des Deutschen Corporate Governance Kodex andererseits wird erkennbar, dass letzterer sich stark an den angelsächsischen Vorgaben orientiert. Wichtige Gründe des starken Einflusses der angelsächsischen Kodizes auf die deutschen ist die längere Tradition und größere Bedeutung von Governance in diesen Ländern aus den historischen Gründen, die oben genannt wurden und die Tatsache, dass die finanzstärksten Investoren aus diesen Ländern kommen.<sup>276</sup>

#### 3.6.1 Europäische Corporate Governance Kodizes

Bis zur Harmonisierung der grenzüberschreitenden Finanzberichterstattungen ist es noch ein weiter Weg.<sup>277</sup> Gleiches gilt für CG: auf europäischer Ebene gibt es kein einheitliches, für den EU-Raum verpflichtendes, Corporate Governance Regelwerk.<sup>278</sup> Zwar gibt es ein europäisches Gesellschaftsrecht, das im Rahmen der Wachstumsstrategie „Europa 2020“ vor allem die Transparenz verbessern soll. Aktionäre und andere betroffene Interessensgruppen sollen einfa-

---

sprechen. Wesentliche Geschäfte sollen der Zustimmung des Aufsichtsrats bedürfen.“, DCGK (2010), S. 8.

<sup>271</sup> Vgl. Grell (2008), S. 61f.

<sup>272</sup> „Mitglieder des Vorstands dürfen keinesfalls persönliche Vorteile aus Geschäften des Unternehmens ziehen.“, CGKI (2010), S. 8.

<sup>273</sup> „Kein Mitglied des Vorstands darf bei seinen Entscheidungen persönliche Interessen verfolgen und Geschäftschancen, die dem Unternehmen zustehen, für sich nutzen.“, DCGK (2012), S. 8.

<sup>274</sup> Für die internationale Entwicklung der Corporate Governance vgl. auch Müller (2007), S. 29f.

<sup>275</sup> Vgl. Schulte (2004), S. 336.

<sup>276</sup> Vgl. Kohl / Schäfers / Schulte (2008), S. 239.

<sup>277</sup> Vgl. Fear / Kobrak (2006), S. 2.

<sup>278</sup> Vgl. Gregory (2008); Cicon / Ferris / Kammel / Noronha (2012).

cher überschauen können, welche Risiken ein börsennotiertes Unternehmen eingeht und welche Anteilseigner in welcher Form Einfluss auf die Firma nehmen. Unternehmen sollen unter anderem auch nicht finanzielle Risiken offenlegen und sich bei der Abweichung von Empfehlungen substantziell erklären, Fonds sollen dazu gedrängt werden, ihre Abstimmungsstrategien offenzulegen und die Kontrolle der Vergütung der Manager und Aufsichtsräte soll weiter verbessert werden.<sup>279</sup>

Aber dies sind bisher nur Ankündigungen,<sup>280</sup> faktisch herrscht eine Vielfalt nationaler Kodizes, etwa der „Austrian Code of Corporate Governance“, der „Belgian Code on Corporate Governance“, der „Corporate Governance Code of Listed Corporations“ (Frankreich), der „Deutsche Corporate Governance Kodex“, der „Unified Good Governance Code“ (Spanien), der „Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance“ sowie die Kodizes aus Großbritannien.<sup>281</sup>

Wohl gibt es Studien, in denen die Inhalte der verschiedenen europäischen Kodizes analysiert und verglichen werden, aber das hat bisher noch nicht zu europäischen Kodizes geführt, wie auch Weber aus seiner Praxis bestätigt „Wir haben uns mal vor Jahren bemüht, mit EPRA und anderen Organisationen einen europäischen CGK für Immobilien zu erarbeiten,“ erläutert er dazu, „aber wir haben das Vorhaben sehr schnell wieder aufgegeben, weil die Handlungsfelder zu unterschiedlich sind.“<sup>282</sup> Der 69. Deutsche Juristentag hat hinsichtlich europäischer Regelungen festgestellt „Ein europäischer Corporate Governance Kodex ist nicht vorzusehen.“<sup>283</sup> So ist bis auf weiteres kein europäischer Corporate Governance Kodex in Sicht und „Solange das Aktienrecht selbst in seinen Kernbereichen nicht europäisch harmonisiert ist“<sup>284</sup> schwerlich machbar noch wünschenswert.

Die Gemeinsamkeiten der nationalen Kodizes erklären sich aus dem gemeinsamen Ziel der Selbstregulierung von Unternehmen und aus dem Vorbildcharakter der angelsächsischen CG Kodizes. Dennoch bestehen wichtige Unterschiede. Hierzu der 69. Deutsche Juristentag: „Europäische Regelungen des Gesellschaftsrechts und der Corporate Governance sollten nur bei klarem europaeinheitlichem Regelungsbedarf erlassen werden und müssen stets gewachsene nationale Regelungszusammenhänge wie z.B. die dualistische Unternehmensverfassung (Vorstand und Aufsichtsrat) und die Arbeitnehmermitbestimmung berücksichtigen.“<sup>285</sup> Aus deutscher Sicht muss der Vorschlag der Europäischen Kommission kritisiert werden, der vorsieht, den Aufsichtsrat mit dem Verwaltungsrat gleichzusetzen. Sollte es zur gesetzlichen Umsetzung dieser Maßnahme kommen, so wäre das deutsche duale System in Gefahr.<sup>286</sup>

---

<sup>279</sup> Vgl. Börsen-Zeitung (2012C), S. 13.

<sup>280</sup> Hierzu Klaus-Peter Müller: „Daher sind Bemühungen um eine sinnvolle Harmonisierung von Corporate-Governance-Standards auf europäischer und internationaler Ebene grundsätzlich zu begrüßen. Realistische Aussichten für einen europäischen Corporate Governance Kodex oder gar einen globalen Kodex sieht die Regierungskommission aufgrund der Unterschiede der nationalen Rechtsordnungen gegenwärtig jedoch nicht“, Müller (2010), S. 4.

<sup>281</sup> Für eine ausführliche Übersicht der Corporate Governance Kodizes siehe die Homepage des european corporate governance institute: [http://www.ecgi.org/codes/all\\_codes.php](http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php).

<sup>282</sup> Interview Weber (2012), Anhang 7.

<sup>283</sup> Beschlüsse Deutscher Juristentag (2012) S. 18.

<sup>284</sup> Hopt (2009), S. 48.

<sup>285</sup> Beschlüsse Deutscher Juristentag (2012) S. 18.

<sup>286</sup> Vgl. Link / Gundel / Kovacevic (2011), S. 6.

Auch im Verbindlichkeitscharakter der Regelwerke unterscheiden sich die Kodizes. So enthalten die deutschen Kodizes im Gegensatz zu den meisten anderen, die lediglich aus Anregungen und Empfehlungen bestehen, auch auf Gesetzen basierende Bestimmungen. Neben den zahlreichen nationalen Kodizes besteht eine Reihe von Richtlinien anerkannter (Immobilien)Institutionen. Im Folgenden werden die wichtigsten und bekanntesten nationalen und internationalen immobiliennahen Institutionen sowie das aktuellere der beiden Grünbücher der EU und deren Corporate Governance / Verhaltens Kodizes präsentiert. Welche Aspekte spielen eine tragende Rolle in den jeweiligen Kodizes, welche Form und welche Verbindlichkeit haben sie und welche Funktion wird ihnen zugeschrieben? Worin unterscheiden sich DCGK und CGKI von den anderen Kodizes, wo liegen Gemeinsamkeiten?

### 3.6.2 Corporate Governance Kodizes in der internationalen Immobilienwirtschaft

Zu den wichtigsten nichtstaatlichen Institutionen, die sich mit dem Bereich Immobilien befassen, gehören neben der Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V., die in Deutschland federführend in diesem Bereich ist, auf internationaler Ebene die RICS, EPRA, INREV (European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles), NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trusts),<sup>287</sup> IRES (International Real Estate Society), ARES und ERES. Auf staatlicher Ebene sind neben den vielzähligen nationalen CG-Kodizes vor allem die Grünbücher der Europäischen Kommission (Hintergrund des zweiten Grünbuches ist die Vielfalt der teilweise unterschiedlichen Regelungen auf europäischer Ebene) und die OECD-Grundsätze von großer Bedeutung, die sich jedoch nicht auf den Immobilienbereich beschränken.<sup>288</sup>

Die RICS ist der wohl bekannteste immobilienpezifische Berufsverband der Welt; er vertritt Fachkräfte aus dem Immobilien-, Grundstücks- und Baugewerbe. Die RICS Mitglieder sind als „Chartered Surveyors“ bekannt und dürfen die Titel FRICS (Fellow of RICS) oder MRICS (Member of RICS) führen. RICS wurde 1868 gegründet, erhielt 1881 die königliche Charta des Vereinigten Königreichs und hat heute über 100.000 Mitglieder in 146 Ländern, die einem strengen Ehrenkodex unterliegen. Die RICS sieht sich als wichtige Quelle für immobilienpezifisches Fachwissen. Der Verband stellt seinen Mitglieder, Regierungen und globalen Organisationen eine unabhängige, unparteiische Beratung zur Verfügung.<sup>289</sup> Die Hauptziele des Verbandes sind: (1) Regulierung und Förderung des Berufsstandes, (2) Einhaltung hoher Bildungs- und professioneller Standards, (3) Schutz der Kunden und Verbraucher durch einen strengen Ethik-Kodex, (4) unabhängige Beratung, Analyse und Leitlinien.<sup>290</sup> Die Bedeutung für die deutsche Immobilienwirtschaft verdankt RICS nicht zuletzt dem gemeinsamen Zertifizierungssystem mit der Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft, das Anfang 2012 vorgestellt wurde. RICS besitzt einen eigenen Verhaltenskodex: „Rules of Conduct“. Auf diesem Kodex basiert die Unternehmenszertifizierung „Regulated by RICS“, die im November 2010 auch außerhalb Großbritanniens eingeführt worden ist. Dieser stellt die wichtigsten Regeln des

---

<sup>287</sup> Vgl. Kohl / Schäfers / Schulte (2008), S. 241f.

<sup>288</sup> Auch die Vereinten Nationen haben das Thema CG schon ausführlich behandelt, vgl. United Nations (2006).

<sup>289</sup> Vgl. RICS (2011A).

<sup>290</sup> Vgl. RICS (2011B).



Verbandes außerhalb des Bereiches der Immobilienbewertung (Red Book) dar und ist in „Rules of Conducts for Firms“ und „Rules of Conduct for Members“ aufgeteilt. Bei den Regeln für Firmen handelt es sich um fünfzehn Punkte, die auch CG Bereiche tangieren. Die RICS Richtlinien basieren auf den fünf Grundsätzen Verhältnismäßigkeit (Proportionality), Rechenschaftspflicht (Accountability), Konsistenz (Consistency), Targeting (Targeting) und Transparenz (Transparency).

Die EPRA will den börsennotierten Immobilien-Sektor in Europa vertreten und hat ihren Hauptsitz in Brüssel. Die über 200 Mitglieder sind führende europäische Immobiliengesellschaften, Investoren und Berater, die zusammen mehr als 250 Milliarden Euro Immobilienvermögen besitzen. Ziel der Vereinigung ist es, höhere Investitionen in börsennotierten Immobiliengesellschaften in Europa zu fördern. Dies versucht die EPRA durch die Bereitstellung qualitativ hochwertiger Informationen für Investoren, die Verbesserung der allgemeinen Rahmenbedingungen, die Förderung der Best Practices in der Buchhaltung, dem Reporting und der Corporate Governance zu erreichen.<sup>291</sup> Das Regelwerk der EPRA sind die sogenannten „Best Practice Policy Recommendations“ (BPR).<sup>292</sup> Die Empfehlungen werden jährlich überarbeitet und sind ursprünglich entstanden, um die Immobilienunternehmen dabei zu unterstützen, die IFRS Rechnungslegung-Standards einheitlich in Europa zu implementieren. Seitdem die IFRS Standards von einem Großteil der Unternehmen umgesetzt werden, ist die Anzahl der EPRA Empfehlungen stark zurückgegangen. Corporate Governance war nie expliziter Bestandteil der Empfehlungen, dennoch gibt es eine Reihe von Anknüpfungspunkten zum DCGK. Die aktuelle Version der „Best Practice Policy Recommendations“ vom August 2011 umfasst drei Hauptteile: „EPRA Performance Measures“, „Core Recommendations: Investment Property Reporting“ und „Additional Recommendations“, sowie die „EPRA BPR - General Recommendations“. Hauptziel der Empfehlungen bleibt es, die Abschlüsse von Immobilienunternehmen (public real estate companies) in Europa klarer, transparenter und vergleichbarer zu gestalten. Die Empfehlungen sind dadurch entstanden, dass die EPRA intensive Gespräche mit den Investoren und den Immobiliengesellschaften geführt hat.

Die European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles (INREV) hat, wie der Name schon besagt, die Investoren, die in nicht börsennotierte Immobilien Vehikel (Non-listed Real Estate Vehicles) investieren, als Zielgruppe. Gleichwohl sind diese Vorschriften tendenziell auf alle Immobilientypen anwendbar. INREV verfolgt das Ziel, den Zugang zu nicht börsennotierten Immobilienfonds zu verbessern, indem größere Transparenz, leichter Informationszugang, Professionalität und Standards bewährter Methoden gefördert werden. INREV hat nach eigenen Angaben über 340 Mitglieder, darunter einige der bedeutendsten europäischen institutionellen Investoren, die zusammen ein Fondvolumen von über 140 Milliarden Euro repräsentieren. INREV beschreibt sich als führende Plattform für Informationen über den europäischen Markt nicht börsennotierter Immobilienfonds.<sup>293</sup> Da der Verband im März 2003 seine Arbeit aufgenommen hat, liegt die Vermutung nahe, dass sich INREV zumindest an dem DCGK orientiert hat und einige Teile davon übernommen haben könnte. In dem Appendix der INREV Guidelines 2008 findet man unter Punkt 5.2 einen detaillierten CG Rahmen (5.2 Appendix –

---

<sup>291</sup> Vgl. EPRA (2011A).

<sup>292</sup> Vgl. EPRA (2011B), S. 4.

<sup>293</sup> Vgl. INREV (2011).

The rational and further explanations to the INREV corporate governance framework). Die Richtlinien wenden sich an drei Adressaten: Vorstandsmitglieder (5.2.1 Roles and responsibilities / code of conduct as a manager), Aufsichtsrat (5.2.2 Roles and responsibilities / code of conduct as a non-executive officer) und Investoren (5.2.3 Roles and responsibilities / code of conduct as an investor),<sup>294</sup> wobei die Vorschriften für den Aufsichtsrat denen des Vorstandes sehr ähnlich sind. Die Ausarbeitung der Leitsätze wurde von den Mitgliedern unterstützt.

Die NAREIT repräsentiert nach eigenen Angaben weltweit REITs und börsennotierte Immobiliengesellschaften, die Interesse an US-Immobilien und Kapitalmärkten haben. Die NAREIT Mitglieder sind Immobilienunternehmen, die weltweit Einkommen produzierende Liegenschaften besitzen, betreiben und finanzieren, sowie die Unternehmen und Personen, die diese Unternehmen beraten, untersuchen und für sie Dienstleistungen erbringen.<sup>295</sup> NAREIT hat sich im Juli 2002 mit einem Schreiben an die NYSE gewandt, in dem zu den Corporate Governance Vorschlägen des „NYSE Corporate Accountability and Listing Standards Committee“ Stellung genommen wird.<sup>296</sup> Das von der NYSE am 6. Juni 2002 veröffentlichte Dokument fällt in die gleiche Zeitspanne wie die Gründung der CG Kommission in Deutschland, was sicherlich kein Zufall ist, sondern zeigt, wie in dieser Periode die CG Thematik auf beiden Seiten des Atlantiks an Bedeutung gewinnt. Das Dokument ist mit den europäischen Grünpapieren vergleichbar und fordert Unternehmen und Vereinigungen auf, Stellung zu den gemachten Vorschlägen zu nehmen. Viele der NYSE Vorschläge wurden bereits während des letzten Jahrzehnts im DCGK umgesetzt. Die Stellungnahme von NAREIT zu dem Inhalt des NYSE Komitees können als die CG Richtlinien der Vereinigung interpretiert werden. Diese schließen sich den Standards der NYSE größtenteils an und stellen ein statisches Dokument dar, das seither nicht angepasst worden ist.

Die IRES ist ein Zusammenschluss von regionalen Immobilien-Gesellschaften. Die sieben angegliederten Gesellschaften sind: 1. Middle East North Africa Real Estate Society (MENARES), 2. African Real Estate Society (AfRES), 3. American Real Estate Society (ARES), 4. European Real Estate Society (ERES) 5. Asian Real Estate Society (AsRES), 6. Latin American Real Estate Society (LaRES) und 7. Pacific-Rim Real Estate Society (PRRES). Von diesen sieben sind ARES und ERES sicherlich die wichtigsten Gesellschaften. Jede der Gesellschaften behält die Kontrolle über ihre eigenen Aktivitäten, während durch die Teilnahme an dem Bund die Vorteile der globalen Zusammenarbeit zum Tragen kommen. Als Individuum ist es nicht möglich, der IRES direkt beizutreten; dies kann nur über eine der angegliederten Gesellschaften erfolgen. Die IRES verfolgt die Ziele: (1) Kommunikation, Kooperation und Koordination in Bezug auf Immobilien- Forschung und Ausbildung weltweit zu fördern, (2) weltweite Unterstützung und Förderung bei der Gründung von Immobilienbildungs- und Forschungsprogrammen, (3) Förderung der Forschung in Bezug auf internationale Immobilien Themen, (4) Förderung und Unterstützung bei Fachbereich-Austauschen.<sup>297</sup> IRES verfügt über kein Regelwerk, das als Grundlage einer Selbstverpflichtung betrachtet werden kann.

---

<sup>294</sup> Vgl. INREV (2008).

<sup>295</sup> Vgl. NAREIT (2011).

<sup>296</sup> <http://www.reit.com/portals/0/Files/Nareit/htdocs/members/policy/government/NYSErc72.pdf>.

<sup>297</sup> Vgl. IRES (2011).

Von den regionalen Gesellschaften hat die 1985 gegründete ARES 2008 den „Code of Ethics and Professional Conduct“ erarbeitet, der im ARES Newsletter März 2011 erschien.<sup>298</sup> Dieser setzt sich aus sechs Punkten zusammen: Ziel (Objective), Forschung (Research), Mitglieder der Akademie (Members of the Academy), Anwendung (Practice), zwischenmenschliche Interaktion, Menschlichkeit und Sensibilität (Interpersonal Interaction and Humanness Sensitivity) und strategische Planung (Strategic Planning).<sup>299</sup> Die ARES Vorschriften decken zwar eine Vielzahl von Themengebieten ab, sind aber sehr allgemein gehalten. Lediglich bei den Themen „Professionalität“ und „moralische Werte“ gehen sie über den DCGK hinaus und könnten Elemente für eine Ergänzung bieten.

Die ERES wurde 1994 gegründet, um ein strukturiertes und dauerhaftes Netzwerk zwischen Immobilien-Wissenschaftlern und Experten aus ganz Europa zu schaffen. Durch Aktivitäten wie die jährliche Konferenz, Branchenseminare, Fortbildungsveranstaltungen und Publikationen hat sich die ERES der Förderung und Weiterentwicklung der Immobilien-Forschung in ganz Europa gewidmet. Eine der Publikationen der ERES ist das „Journal of European Real Estate Research“. ERES will in Zukunft Corporate Governance stärker in den Fokus rücken.<sup>300</sup>

Grünbücher der Europäischen Kommission dienen als Diskussionspapiere zu bestimmten Themen, auf deren Grundlage Institutionen und Einzelpersonen Stellungnahmen zu den im Text aufgeworfenen und diskutierten Fragen abgeben können. Anschließend wird ein Weißbuch erstellt, das die Stellungnahmen der Stakeholder einbezieht. Am Ende des Prozesses steht die Erarbeitung neuer Richtlinien und Verordnungen. 2011 erschien das Grünbuch „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“,<sup>301</sup> 2010 als Folge der Lehman-Brothers-Pleite das Grünbuch „Grünbuch - Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik“. Hauptbestandteile des Grünbuchs „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“ sind Rolle und Zusammensetzung des Aufsichtsrats, die Rolle der Aktionäre und die Umsetzung und Kontrolle des „comply or explain“ Prinzips.<sup>302</sup> Es behandelt 25 Fragen, aufgeteilt in vier Bereiche: 1. Allgemeine Fragen, 2. Verwaltungsrat, 3. Aktionäre und 4. Überwachung und Umsetzung von Corporate Governance- Kodizes.<sup>303</sup> Die Europäische Union nimmt im April 2011 zum Grünbuch folgendermaßen Stellung: „Eine der Lektionen aus der Finanzkrise besteht darin, dass die Corporate Governance, die in der Regel bislang auf Selbstregulierung beruhte, nicht so wirksam war, wie man es hätte erwarten können. Unternehmen müssen unbedingt besser geführt werden. Dann ist nicht nur eine künftige Krise weniger wahrscheinlich, sondern die Unternehmen dürften auch wettbewerbsfähiger werden. Die Europäische Kommission hat heute eine öffentliche Konsultation zu der Frage eingeleitet, wie die Corporate Governance europäischer Unternehmen verbessert werden kann.“<sup>304</sup> Um das Grünbuch zu erarbeiten, hat die Kommission Interviews mit börsennotierten Unternehmen aus verschiedenen Mitgliedstaaten und unterschiedlichen Wirtschaftszweigen, Kapitalisierungsgraden und Shareholder Strukturen geführt. Außer-

---

<sup>298</sup> Vgl. ARES (2011).

<sup>299</sup> Vgl. Williams (2011), S. 3.

<sup>300</sup> Vgl. ERES (2011).

<sup>301</sup> Auch die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex hat am 07. Juli 2011 zu dem Grünbuch Stellung genommen.

<sup>302</sup> Vgl. Plessis / Luttermann (2012), S. 410f.

<sup>303</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011A), S. 21f.

<sup>304</sup> Europäische Kommission (2011B).

dem wurden Gespräche mit CG Experten, Vertretern der Investoren und der Zivilgesellschaft geführt. Anhand des Grünbuchs soll diskutiert werden, ob eine europaweite Corporate Governance Regelung sinnvoll und machbar ist.

Auch gibt es auf europäischer Ebene schon eine Reihe konkreter Maßnahmen auf dem Gebiet der Corporate Governance. Die ersten stammen aus dem Jahre 2004. Hierbei handelt es sich um die Richtlinien 2004/25/EG, 2004/109/EG, 2006/46/EG und 2007/36/EG sowie die Empfehlungen 2004/913/EG, 2005/162/EG und 2009/385/EG. Sie behandeln die Form von Jahresabschlüssen, Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, die Ausübung von Aktionärsrechten, Übernahmeangebote, die Aufgaben von nicht geschäftsführenden Direktoren und Aufsichtsratsmitgliedern börsennotierter Gesellschaften sowie zu den Ausschüssen des Verwaltungs- / Aufsichtsrats und auch die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften. Die Richtlinien verpflichteten die EU-Mitgliedstaaten, innerhalb eines vorgegebenen Zeitraumes nationale Gesetze zu verabschieden, welche die europäischen Vorschriften enthalten.

In einem ähnlichen Verfahren wie die Grünbücher wurden 2004 die OECD-Grundsätze aus dem Jahre 1999 überarbeitet. Große internationale Institutionen wirkten dabei mit, es fanden Konsultationen mit Vertretern der Privatwirtschaft, der Arbeitnehmerverbände und der Zivilgesellschaft statt und Fachleute steuerten Erkenntnisse bei. Anschließend wurde ein Entwurf der Grundsätze ins Internet gestellt, um breiteren Kreisen der Öffentlichkeit die Möglichkeit zur Stellungnahme zu geben. Die OECD versteht die Grundsätze als ein entwicklungsfähiges Instrument, das rechtlich unverbindliche Standards, empfehlenswerte Praktiken und Orientierungshilfen für die Umsetzung definiert und den spezifischen Umständen der verschiedenen Länder und Regionen angepasst werden kann. Die OECD verfolgt die Entwicklung im Corporate-Governance-Bereich aufmerksam, um gegebenenfalls auf die sich ändernden Rahmenbedingungen mit Anpassungen reagieren zu können.<sup>305</sup> Die 2004 aktualisierten Grundsätze decken sich in weiten Teilen mit dem DCGK.<sup>306</sup> Neue Gesichtspunkte könnten sich aus dem aktuelleren Arbeitspapier „Corporate Governance and the Financial Crisis“ ergeben.<sup>307</sup>

Die Vielfalt der nationalen Kodizes und der Regelungen nichtstaatlicher Institutionen in Europa hat immer wieder Forderungen nach einem europäischen Kodex laut werden lassen. Die politische und ökonomische Entwicklung der letzten Jahre lässt diese Forderung heute als realitätsnäher erscheinen als in der Vergangenheit. Die Einführung eines solchen europäischen Corporate Governance Kodexes halten eine Reihe von Experten, unter anderem auf Grund der Globalisierung und der immer wichtigeren Rolle der institutionellen Investoren für wünschenswert,<sup>308</sup> der größere Teil lehnt ihn ab.<sup>309</sup> Tatsächlich hat sich seine Erarbeitung bislang als schwierig er-

---

<sup>305</sup> Vgl. OECD (2004B), S. 4.

<sup>306</sup> Besonderes Interesse legt die OECD auf die Veröffentlichung von Informationen über die Gesellschaft und deren Management, hierzu gehören Angaben über die Qualifikation, das Auswahlverfahren, Funktionen in anderen Gesellschaften und Begründung der Unabhängigkeit zur Gesellschaft, vgl. Müller (2008), S. 8.

<sup>307</sup> Vgl. OECD (2010).

<sup>308</sup> Vgl. Kohl / Schäfers / Schulte (2008), S. 234f.

<sup>309</sup> So auch der 69. Deutsche Juristentag, der lapidar mit großer Mehrheit beschlossen hat „Ein Europäischer Corporate Governance Kodex ist nicht vorzusehen.“ Die Befürchtung ist, dass gewachsene nati-

wiesen. Wie Olivier Elamine betont, „Es wäre illusorisch, einen einzigen globalen Kodex schaffen zu wollen, der überall auf dieselbe Weise würde gelten sollen und zwar aus einem einfachen Grund: ein guter Teil ist kulturell.“<sup>310</sup>

Während in Deutschland, wie in anderen EU Ländern, der Hypothese eines europäischen Corporate Governance Kodex breite Skepsis entgegenschlägt, verfolgt die Europäische Kommission,<sup>311</sup> wie die zwei Grünbücher zeigen, diese Frage energisch. Die europäische Kommission strebt einen europäischen Kodex unter dem Gesichtspunkt der Herausbildung eines starken europäischen Binnenmarktes an. In dem Maße wie jener Wirklichkeit wird, wächst auch die potentielle Bedeutung einheitlicher oder doch zumindest in ihrer Funktion vergleichbarer Kodizes, um „das Vertrauen der Bürger in den Binnenmarkt aufzubauen“ und die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Wirtschaft zu erhöhen. Ein europäischer Kodex, bzw. die Annäherung der nationalen Kodizes wird als Teil einer umfassenderen Strategie hin auf einen gemeinsamen Binnenmarkt und eine erhöhte Wettbewerbsfähigkeit gesehen.<sup>312</sup> Als Zwischenziel hat die Kommission für die wichtigsten Eckpunkte der Kodizes einen Fragenkatalog aufgestellt und bis Mitte 2011 Konsultationen durchgeführt. Es steht zu erwarten, dass sie den Prozess einer Vereinheitlichung der nationalen Kodizes nach verbindlichen europäischen Kriterien weiter vorantreiben wird.

Zu den verschiedenen Kodizes und Regelwerken lässt sich zusammenfassend sagen, dass sie nicht ausschließlich, wie der DCGK, das Themengebiet Corporate Governance, mithin die Unternehmenskontrolle und die Unternehmensführung abdecken, sondern sich auch mit persönlichen Verpflichtungen, Nachhaltigkeit, Immobilien-Bewertung und -Forschung beschäftigen. Nach Meinung von Experten sind mehrere Kodizes wichtig. So führt Schäfers aus: „Der Corporate Governance Kodex deckt nur die CG Seite ab, mithin die Unternehmenskontrolle und die Unternehmensführung. Er deckt viele Dinge nicht ab, die für die erweiterte Transparenz und Nachhaltigkeit in der Immobilienwirtschaft von Bedeutung sind. Es handelt sich meines Erachtens um separate Bausteine, die man wie ein Mosaik sehen und begreifen muss. Die verschiedenen Kodizes mit ihren jeweiligen Vorgaben decken aus verschiedenen Richtungen die unterschiedlichen Themenfelder ab und geben in ihrer Gesamtheit dem Unternehmen eine entsprechende Verfestigung. Die Regelwerke widersprechen sich in der Regel nicht.“<sup>313</sup> Dennoch überlappen sie sich natürlich in gewissen Themengebieten und greifen nicht ideal in abgestimmter Weise ineinander, nicht zuletzt, weil sie sich auf unterschiedliche Akteure beziehen. „Größte Unterscheidung wäre in der Tat, dass RICS auf die Akteure, auf die einzelnen Personen abstellt, während der DCGK sich auf die Unternehmensebene bezieht.“<sup>314</sup> Der immobilien-spezifische Kodex bezieht seine Berechtigung gegenüber dem DCGK aus den folgenden Tatsachen: „Die Besonderheiten der deutschen Immobilienwirtschaft, die sich von anderen Wirtschaftszweigen zum Teil unterscheidet, sind über den Kodex bislang nicht erfasst. Um diese besonderen Themen aufzugreifen und eine Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der deut-

---

onale Regelungszusammenhänge, wie etwa in Deutschland die dualistische Unternehmensverfassung und die Arbeitnehmermitbestimmung unter die Räder kommen könnten.

<sup>310</sup> Vgl. Interview Elamine (2012), Anhang 3; Vgl. Interview Weber (2012), Anhang 7.

<sup>311</sup> Vgl. Mülbart (2012), S. 3.

<sup>312</sup> Vgl. auch Europäische Kommission (2011A).

<sup>313</sup> Interview Schäfers (2012), Anhang 5.

<sup>314</sup> Interview Stobbe (2012), Anhang 6.

schen Immobilienwirtschaft sicherzustellen, hat sich eine Initiative gebildet, die auf eine gute Corporate Governance der deutschen Immobilienunternehmen im Sinne des Deutschen Corporate Governance-Kodex einwirken will.“<sup>315</sup>

### 3.6.3 Verbindlichkeitscharakter / Funktion / Form der Regelwerke

Nach der Beschreibung der immobiliennahen Institutionen sollen im Folgenden die spezifischen Merkmale der verschiedenen Leitlinien, Kodizes und Regelwerke im Mittelpunkt stehen. Sie alle stellen Regelwerke dar, die grundlegende Prozesse zwischen Markt und Gesetz im Interesse der Anteilseigner regeln, sie sollen die Unternehmen transparenter und attraktiver für Anleger machen. Die Herangehensweisen der verschiedenen Organisationen unterscheidet sich jedoch in manchen Punkten.

RICS versucht hauptsächlich über das persönliche Engagement seiner Mitglieder für die Einhaltung von professionellem und ethisch korrektem Verhalten zu sorgen; die Mitglieder verpflichten sich als FRICS und MRICS zur Einhaltung der „Global Professional and Ethical Standards“. Nach diesen Standards müssen die Mitglieder mit Integrität agieren, immer einen hochwertigen Service erbringen, so agieren, dass sie das Vertrauen in den Berufsstand fördern, andere mit Respekt behandeln und Verantwortung übernehmen. Die Regeln tangieren auch CG Bereiche: RICS Mitglieder sollen transparent arbeiten und so handeln, dass der jeweilige Geschäftspartner die Handlungen versteht und Interessenskonflikte vermieden werden. Auch die „rules of conduct for members“ basieren auf dem persönlichen Engagement der Mitglieder.

Die EPRA „Best Practice Policy Recommendations“ konzentrieren sich auf jene Bereiche der Berichterstattung, die für die Investoren am relevantesten sind und deren Vereinheitlichung auf europäischer Ebene den größten Nutzen hinsichtlich Sektoren-Transparenz bringt. Hauptbestandteil der BPR sind die Verständlichkeit, Transparenz und Vergleichbarkeit der Geschäftsberichte. Ähnlich wie die EPRA BPR wollen die INREV Guidelines die besten Reporting und Governance-Frameworks Praktiken innerhalb der Branche etablieren und es den Fondsmanagern erleichtern, jene praktisch umzusetzen. Außerdem soll sichergestellt werden, dass Investoren, die in nicht-börsennotierten Immobilienfonds investieren, stringente, verständliche, leicht zugängliche und zuverlässige Informationen erhalten.

Während ARES, EPRA und INREV lediglich freiwillige Regelwerke liefern, deren Umsetzung den einzelnen Akteuren überlassen wird, verpflichten sich die RICS Mitglieder, die RICS-Werte in ihrem Handeln auch tatsächlich anzuwenden. Eine Missachtung kann zum Ausschluss aus der Vereinigung führen. Die „Global Professional and Ethical Standards“, die „rules of conduct for members“ und die „rules of conduct for firms“ der RICS beinhalten keine gesetzlichen Regelungen<sup>316</sup> und führen bei Missachtung jener nicht zwingend zu Sanktionen seitens RICS. Ähnliches wie für die „Global Professional and Ethical Standards“ der RICS gilt für den ARES „Code of Ethics and Professional Conduct“. Auch dieser zielt auf die persönliche Selbstverpflichtung der Mitglieder zu ethischem und professionellen Verhalten ab; auch in diese Leitlinien fließen keine

---

<sup>315</sup> CGKI (2010), S. 2.

<sup>316</sup> „These Rules set out the standards of professional conduct and practice expected of Members of RICS. These Rules do not repeat obligations placed on Members by the general law, for example in the areas of discrimination and employment.“, RICS (2011C), S. 4.

gesetzlichen Vorschriften ein. EPRA spricht die Empfehlung aus, dass aus dem Konzernlagebericht oder der Homepage des Unternehmens klar hervorgehen sollte, welche BPR bekannt gegeben werden und wo diese Informationen zu finden sind. Welche letztendlich umgesetzt werden, überlässt EPRA den Unternehmen. Den Unternehmen wird lediglich empfohlen, die INREV Guidelines zu befolgen, eine Kontrolle, ob dies auch tatsächlich der Fall ist, findet nicht statt. Gibt ein Fondsmanager an, dass der Fond sich an die Leitsätze hält, so sollen eventuelle Abweichungen unter Angaben von Gründen erläutert werden. Werden die Leitlinien nur zum Teil umgesetzt, so sollen jene Teile angegeben werden, an die sich das Unternehmen hält. Die Herangehensweise von INREV ist derjenigen der deutschen CG Kommission noch am ähnlichsten. Die Geschäftsführung eines Unternehmens sollte für die Einhaltung der Corporate Governance Guidelines sorgen und über die Umsetzung im Geschäftsbericht berichten. Auch haben die INREV CG Richtlinien eine große Ähnlichkeit mit den Anregungen, Empfehlungen und Bestimmungen des DCGK und des CGKI.

Bei der Strategischen Planung sollten ARES Mitglieder, die dem „Strategic Planning Committee“ angehören, bestrebt sein, die Benchmarks für die Einhaltung des „Code of Research Ethics and Professional Conduct“ zu etablieren. Der Ausschuss sollte ein hohes Maß an professionellem Verhalten anstreben und Respekt gegenüber der Integrität des Planungsprozesses beweisen.<sup>317</sup>

NAREIT fordert unter dem Punkt „Corporate Governance Policies“, dass Corporate Governance Grundsatzserklärungen (zum Beispiel Verhaltenskodizes, Ethik / Corporate Governance Richtlinien) die Rechte der Anteilseigner stärken sollten, ohne dabei den Unternehmen strikte Regeln aufzuerlegen. Wunsch von NAREIT ist es, dass ein Kodex generelle Vorschriften enthalten sollte, die für alle Unternehmen Anwendung finden.<sup>318</sup>

RICS und ARES wollen mit Ihren Regeln hauptsächlich die persönliche Integrität ihrer Mitglieder fördern und somit zu einer besseren und transparenteren Unternehmensführung beitragen,<sup>319</sup> EPRA und INREV möchten dieses Ziel über Vorgaben zur Form der veröffentlichten Informationen erreichen. Zwischen den vier Institutionen und dem DCGK sowie dem CGKI besteht ein grundlegender Unterschied bezüglich des Pflichtcharakters der Angaben zu den jeweiligen Richtlinien. In Deutschland ist durch § 161 AktG die Abgabe einer Entsprechenserklärung und somit die Stellungnahme zu den nicht umgesetzten Empfehlungen des Kodexes verpflichtend. Der deutsche immobilienpezifische Kodex ist das einzige immobilienpezifische Regelwerk, welches gesetzliche Bestimmungen enthält, die zwingend von den Unternehmen umgesetzt werden müssen.

Der Vorschlag der Kommission, bei Nichteinhaltung des „comply or explain“ Prinzips nationalen Aufsichtsbehörden die Befugnis zu erteilen, formelle Sanktionen zu verhängen, erscheint eine überlegenswerte Maßnahme, besteht der Kodex doch neben den gesetzlichen Vorschriften aus einer Vielzahl von Empfehlungen.

---

<sup>317</sup> Vgl. Williams (2011), S. 3.

<sup>318</sup> Vgl. NAREIT (2011).

<sup>319</sup> Vgl. Interview Stobbe (2012), Anhang 6.

### 3.6.4 Kommentar zu den verschiedenen Kodizes

In einem Zeitraum von etwas mehr als zwei Jahrzehnten sind, anfangs in Großbritannien und den USA, seit einem guten Jahrzehnt auch in Deutschland eine Vielzahl von Corporate Governance Kodizes entstanden, für manchen Autor auch zu viele.<sup>320</sup> Zu den wichtigsten Corporate Governance Dokumenten gehören neben dem englischen Cadbury Report (1992), Hampel Report (1998), Combined Code London Stock Exchange (1998 / 2003), dem amerikanischen Sarbanes-Oxley Act vom 30. Juli 2002 und dem DCGK (2002 / 2003) noch der Rapport Viénot (1995 / 99) und die OECD Principles of Corporate Governance (1998 und 2004).<sup>321</sup> Über 50 Länder haben mittlerweile nationale CG Kodizes erarbeitet.<sup>322</sup> Wichtig bei der Entstehung von Regelwerken ist für ihre Akzeptanz neben den Inhalten auch die Expertise<sup>323</sup> und die Reputation<sup>324</sup> der jeweiligen Herausgeber und Standard-Setter. Ein weiteres wichtiges Element für die Akzeptanz eines Kodex ist die Aufmerksamkeit, die ihm wichtige institutionelle Investoren bei ihren Investitionsentscheidungen geben. Aber auch das Gegenteil kann der Fall sein. Sollten keine wichtigen Investoren auf den Umsetzungsgrad achten, werden auch andere im Feld dem Kodex wenig Bedeutung beimessen. Ähnliches gilt für die jeweiligen Entscheidungsträger innerhalb der Unternehmen; haben sie den Eindruck, dass institutionelle und private Investoren, Analysten, Rechtsanwälte und die Öffentlichkeit dem Umsetzungsgrad der Kodizes eine hohe Bedeutung beimessen, werden sie ihre Umsetzung forcieren.<sup>325</sup> Auch die Größe der Unternehmen spielt eine wichtige Rolle. In diesem Zusammenhang sagt Schäfers: „Es wird immer so sein, dass ein Teil, und das werden wahrscheinlich wieder die größeren Unternehmen sein, vorausmarschiert. Dann wird es erst mal ein paar „Follower“ geben, bevor die jeweilige Richtlinie zum „Must-to-have“ wird. Dabei muss immer darauf geachtet werden, dass man nicht über das Ziel hinausschießt.“<sup>326</sup>

Doch die Existenz von Regelwerken ist nicht identisch mit ihrer Befolgung, und das gilt sowohl für „soft laws“, bei denen dieser Verdacht sehr schnell aufkommt, wie auch für gesetzlich bindende Bestimmungen, die selbst bei hohen Strafen oft auf breiter Front unterlaufen werden. Herausragendes Beispiel ist hier die breite Ignorierung der SOX Bestimmungen vor der globalen Finanzkrise in den USA. Ziel der zahlreichen Regelwerke kann es nicht sein, zukünftige Krisen völlig zu verhindern. Änderungen in der Buchführung haben in der Vergangenheit ebenso wenig Krisen vermieden wie es bestehende oder neue CG-Regelwerke tun werden. Ein übermäßiges Vertrauen in technische Mittel, um die Einhaltung der vorgegebenen Standards zu überprüfen, kann auf Kosten der Suche und des Verhinderns von Ergebnismanipulationen und Betrug führen. Es sollte nicht zu viel Vertrauen in die Entwicklung von mathematischen Modellen gesetzt werden, um die Einhaltung technischer Richtlinien wie z.B. der Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) zu überprüfen.<sup>327</sup> Wichtiger Bestandteil der Rechnungslegung sollten weiterhin moralische Verpflichtungen der Buchhalter sein, insbesondere die wahrheits-

---

<sup>320</sup> Vgl. Dildei (2006), S. 38.

<sup>321</sup> Vgl. Müller (2007), S. 29f.

<sup>322</sup> Vgl. Seidel (2007), S. 706.

<sup>323</sup> Vgl. Jacobsson (2000), S. 42.

<sup>324</sup> Vgl. Kerwer (2005), S. 618.

<sup>325</sup> Vgl. Seidel (2007), S. 712-715.

<sup>326</sup> Interview Schäfers (2012), Anhang 5.

<sup>327</sup> Vgl. Marnet (2007), S. 194.



getreue Darstellung der erzielten Ergebnisse. Ob und wie die Kodizes befolgt werden, ist Gegenstand einer breiten Diskussion in den angelsächsischen und kontinentaleuropäischen Ländern. Diese Arbeit will dazu für einen kleinen Ausschnitt börsennotierter Immobilienunternehmen mit Sitz in Deutschland einen empirischen Beitrag leisten. Das vierte Kapitel legt die methodologische Basis dafür und stellt die Ergebnisse der Untersuchung vor.

### 3.7 Zusammenfassung

Die Betrachtung der historischen Evolution der Aktiengesellschaften und ihrer gesetzlichen Regulierungen in den USA, Großbritannien und Deutschland soll dazu dienen, den Governance Diskurs in die Entwicklung der letzten Jahrzehnte einzuordnen. Mit der Entstehung von Aktiengesellschaften wurde zeitgleich die Notwendigkeit ihrer gesetzlichen Regulierung deutlich. In Deutschland schuf das „Preußische Gesetz über Aktiengesellschaften“ 1843 dazu die rechtliche Grundlage. Mit der rapiden Verbreitung dieser Unternehmensform im Zuge der Industrialisierung wurden die anfangs sehr permissiven Gesetze im Laufe der Zeit restriktiver, um Kleinaktionäre und die Öffentlichkeit zu schützen; schon sehr früh wurde in Deutschland z.B. das duale deutsche Führungssystem verpflichtend eingeführt. Auch in den USA hatte der Schutz der Aktionäre in Form von anspruchsvoller öffentlicher Rechnungs- und Offenlegung eine große Bedeutung. Die Evolution ging in den USA nicht zuletzt aufgrund der größeren Bedeutung von institutionellen und individuellen Investoren zügiger voran. In Deutschland und Großbritannien spielten traditionell Familien und Banken eine tragende Rolle in der Wirtschaft. Der Impetus zu weitergehender Regulierung zugunsten guter und transparenter Unternehmensführung verstärkte sich regelmäßig sowohl in den angelsächsischen wie in den nicht angelsächsischen Ländern in der Folge von Krisen (z.B. Börsencrash von 1929, S&L Krise), Unternehmens-Skandalen und -Insolvenzen (WorldCom, Enron, Maxwell, BCCI, Polly Peck).

Die historische Entwicklung der Corporate Governance Kodizes in den USA und Großbritannien ab den Siebzigerjahren des letzten Jahrhunderts als den Ursprungsländern dieser Regelwerke, ist von besonderem Interesse. Während in Großbritannien der Corporate Governance Schwerpunkt auf Selbstregulierung liegt (comply or explain), sind die USA durch eine strengere Regulierung gekennzeichnet (SOX). Die Corporate Governance Bewegung ist nicht so sehr aus den Unternehmen selbst heraus entstanden, sondern wurde vor allem durch die öffentliche Gewalt und die Standesorganisationen vorangetrieben und zwar immer dann mit besonderer Intensität, wenn der Markt sich als Regulierungsmechanismus als unzureichend erwiesen hatte. Der Impuls kam dann entweder von den Standesorganisationen selbst, um weiteren Schaden abzuwenden, Vertrauen wieder herzustellen, der Reglementierung durch das Gesetz zuvorzukommen oder von Seiten des Gesetzgebers. Die Entwicklung der Corporate Governance Kodizes ist somit kein gradliniger Prozess, sondern hat stärkere und weniger starke Phasen je nach Wirtschaftsverlauf und herrschender ideologischer Ausrichtung.

Auch in Deutschland ist die Entstehung des DCGK wesentlich mit Dysfunktionen des Marktes verknüpft. Die entsprechende Regierungskommission entstand nach einer Reihe von nationalen und internationalen Unternehmensskandalen. Zwei der bedeutendsten Fälle, die in diesem Land CG einen starken Schub gegeben haben, waren der Zusammenbruch von „Philipp Holzmann“ und in geringerem Umfang, der „Neue-Heimat“ Skandal. Diese unerwarteten und dramatischen

Ereignisse trugen wesentlich dazu bei, dass auch in Deutschland die Politik das Thema mit hoher Priorität behandelte. Das Fehlen von „Codes of Best Practice“ wurde als globaler Wettbewerbsnachteil betrachtet. In Deutschland wurde die CG Thematik zuerst von staatlicher Seite aufgegriffen und vorangetrieben und die Ausgestaltung des DCGK war ohne Zweifel durch die Vorbilder des Sarbanes-Oxley Act und vor allem der englischen Kodizes beeinflusst. Obwohl der Inhalt der Kodizes zwischen den einzelnen Ländern variiert, sind ihnen alle zwei Ziele gemeinsam: die Verbesserung der Qualität der Vorstands- und Aufsichtsratsgovernance und die Stärkung der Unternehmensverantwortung gegenüber Aktionären bei gleichzeitiger Maximierung des Shareholder oder Stakeholder Value. Die erste Fassung des Deutschen Corporate Governance Kodexes überreichte die Kommission der Regierung am 26. Februar 2002. Er will ein umfassender Leitfaden für eine optimale Form der Unternehmensführung sein, der sowohl alle wichtigen gesetzlichen Regelungen aufnimmt als auch eine Reihe von Selbstverpflichtungen.

Aufgrund der Besonderheiten von Immobilien hat sich die „Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V.“ die im Herbst 2002 gegründet wurde, die Aufgabe gestellt, den DCGK um immobilienpezifische Punkte zu ergänzen. Die Initiative versucht, möglichst die gesamte Immobilienbranche abzudecken und hat hierfür mehrere Dokumente erarbeitet. Das wichtigste, auf das diese Arbeit Bezug nimmt, ist der „Kodex für Kapitalgesellschaften“. Die Version des DCGK vom 26. Mai 2010 wurde durch die Initiative in der aktuellen immobilienpezifischen Version vom September 2010 um insgesamt dreizehn Ziffern ergänzt.

Die international unterschiedliche Ausprägung von Governance Kodizes ist Ergebnis der länderspezifischen Gesetzssysteme und Unternehmenskulturen. Diese nationalen Unterschiede und Besonderheiten erschweren die Ausarbeitung eines internationalen Kodexes. Zwar sind, unter anderem auf Grund der Globalisierung und der wachsenden Rolle der institutionellen Investoren, immer wieder Forderungen nach einem europäischen Kodex laut geworden, die Erarbeitung eines solchen Regelwerks ist aufgrund der unterschiedlichen Handlungsfelder und den Unterschieden im Aktienrecht auf europäischer Ebene aber in naher Zukunft unwahrscheinlich und das gilt gleichermaßen für einen europäischen CGK für Immobilien.

Beim Vergleich der deutschen Kodizes mit den wichtigsten internationalen Governance Kodizes, Grünbüchern (Grünbücher der Europäischen Kommission), Grundsätzen (OECD-Grundsätze) und den immobilienpezifischen Regelwerken (RICS, EPRA, INREV, NAREIT, IRES, ARES und ERES) fällt auf, dass jene nicht ausschließlich, wie der CGKI, das Themengebiet Corporate Governance, mithin die Unternehmenskontrolle und die Unternehmensführung abdecken, sondern sich auch mit persönlichen Verpflichtungen, Nachhaltigkeit, Immobilienbewertung und -forschung beschäftigen. Die Gemeinsamkeiten der nationalen Kodizes erklären sich aus dem gemeinsamen Ziel der Selbstregulierung von Unternehmen und aus dem Vorbildcharakter der angelsächsischen CG Kodizes. Nach Meinung von Experten ist die Vielfalt der Kodizes sinnvoll, weil sie unterschiedliche Gruppen von Akteuren ansprechen. Auch im Verbindlichkeitscharakter der Regelwerke unterscheiden sich die Kodizes. So enthalten die deutschen Kodizes nicht nur, wie alle anderen, Anregungen und Empfehlungen sondern auch auf Gesetzen basierende Bestimmungen.

Die Existenz von Regelwerken ist nicht identisch mit ihrer Befolgung, und das gilt sowohl für „soft laws“, wie auch für gesetzlich bindende Bestimmungen, die selbst bei hohen Strafen oft auf breiter Front unterlaufen werden.

## 4 Die Umsetzung des Corporate Governance Kodexes

Nachdem im zweiten Kapitel Corporate Governance begrifflich erklärt und abgegrenzt wurde und im dritten Kapitel Governance historisch eingeordnet wurde und spezifischer der DCGK und der CGKI verortet wurden, sollen im folgenden 4. Kapitel zuerst die Grundlagen für die empirische Untersuchung des Umsetzungsgrades des immobilienpezifischen CGK gelegt werden. Hierfür werden der Deutsche Immobilienaktienindex und die zugehörigen Unternehmen dargestellt und es wird beschrieben, nach welchen Kriterien das Untersuchungssample ausgewählt wurde (Abschnitt „4.1 Deutsche kapitalmarktorientierte Immobilienunternehmen“) und welchen Überlegungen sich das methodische Vorgehen der Arbeit verdankt (Abschnitt „4.2 Untersuchungsmethodik“). Anschließend folgt die empirische Untersuchung (Abschnitt „4.3 Empirische Untersuchung“), die den Hauptteil des Kapitels bildet.

### 4.1 Deutsche kapitalmarktorientierte Immobilienunternehmen

Für die Untersuchung des Umsetzungsgrades des Kodexes muss aus allen potentiell untersuchbaren Unternehmen eine Auswahl getroffen werden. Doch welche Unternehmen kommen für eine solche Untersuchung überhaupt in Frage? In erster Linie jene, die den DCGK für Kapitalgesellschaften befolgen müssen.<sup>328</sup> Als Kapitalgesellschaften sind schwerpunktmäßig Aktiengesellschaften (AG) und Kommanditgesellschaften auf Aktien (KGaA) von Interesse; Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHs) sollten sich zwar auch an den Kodex halten, sind aber aus der Untersuchung ausgeschlossen, da sich der Kodex vor allem an die zwei erstgenannten Unternehmensformen richtet.<sup>329</sup> AGs und KGaA sind in Deutschland dazu verpflichtet, jährlich eine Entsprechenserklärung abzugeben, in der sie Stellung zu den Empfehlungen des DCGK nehmen. Dies gilt allerdings nur für deutsche börsennotierte Unternehmen. Nicht-deutsche Unternehmen, deren Aktien an deutschen Börsen gehandelt werden, sind nicht zur Entsprechenserklärung verpflichtet.

Bisherige Untersuchungen konzentrieren sich in erster Linie auf Aktiengesellschaften mit gesellschaftsrechtlichem Sitz in Deutschland, die an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt werden,<sup>330</sup> oder beschränken sich auf die Unternehmen, die im Dax oder MDax notiert sind,<sup>331</sup> ohne Rücksicht auf die Sparte zu nehmen, in der sie tätig sind. Es werden auf diese Art Automobilhersteller, Versicherungen, Banken, Energieversorger und Unternehmen aus anderen Branchen in eine Reihe gestellt.

Diese Arbeit beschränkt sich auf kapitalmarktorientierte Immobilienunternehmen. Die Zahl der im Dax, MDax oder SDax gelisteten Unternehmen, die ihren Schwerpunkt im Immobiliengeschäft haben oder eng mit diesem verbunden sind, ist begrenzt: HeidelbergCement (Dax), Aareal Bank, Bilfinger Berger, Deutsche EuroShop AG, Deutsche Wohnen AG, GAGFAH S.A.,

---

<sup>328</sup> „Der vorliegende Deutsche Corporate Governance Kodex (der "Kodex") stellt wesentliche gesetzliche Vorschriften zur Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften (Unternehmensführung) dar und enthält international und national anerkannte Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung.“, CGKI (2010), S. 3.

<sup>329</sup> „Der Kodex richtet sich in erster Linie an börsennotierte Gesellschaften. Auch nicht börsennotierten Gesellschaften wird die Beachtung des Kodex empfohlen.“, CGKI (2010), S. 4.

<sup>330</sup> Vgl. Werder / Bartz (2011A), Werder / Bartz (2011B), Werder / Bartz (2012).

<sup>331</sup> Vgl. Rapp / Wolff (2011).

GSW Immobilien AG, Hochtief AG (MDax), alstria office REIT-AG, DIC Asset AG, Hamborner REIT AG, IVG Immobilien AG, PATRIZIA Immobilien AG, TAG Immobilien AG (SDax) (Stand 2012). In dem, aus Technologiewerten bestehenden TecDax sind keine immobiliennahen Unternehmen verzeichnet. Die Arbeit will sich jedoch nicht auf die Werte des Prime Standard der Deutschen Börse AG beschränken, denn das Sample wäre zu klein und die Untersuchung würde sich auf die größten deutschen Immobilienunternehmen beschränken. Vielmehr soll eine Auswahl der deutschen Immobilienlandschaft analysiert werden, die über diese Gruppe hinausgeht. Es stellt sich somit die Frage, welche weiteren Unternehmen aufgrund welcher Kriterien in die Untersuchung einbezogen werden sollen.

#### 4.1.1 Internationale und deutsche Aktienindizes

Die Auswahl des Datensamples ist für eine empirische Studie von grundlegender Bedeutung, mit ihr steht und fällt die Aussagekraft der Ergebnisse. Für die Untersuchung muss sichergestellt werden, dass die betrachteten Unternehmen auch tatsächlich dazu verpflichtet sind, den DCGK zu befolgen; die Untersuchung seines Umsetzungsgrades an Unternehmen, die diesen nicht befolgen müssen, erscheint wenig sinnvoll. Die untersuchten Unternehmen müssen somit drei Voraussetzungen erfüllen: es müssen kapitalmarktorientierte Unternehmen sein (1), deren zentrales Geschäftsfeld Immobilien sind (2) und die den DCGK (bzw. den CGKI) per Gesetz befolgen müssen (3).

Sucht man auf der Homepage der Deutschen Börse (<http://www.boerse-frankfurt.de/de/aktien/suche>) unter allen handelbaren Aktien unter der Rubrik „Region / Land“ diejenigen aus „Deutschland“, so werden 1286 Unternehmen aufgelistet. Alle diese Unternehmen sind grundsätzlich dazu verpflichtet, den DCGK anzuwenden.

Es gibt jedoch neben dem der Deutschen Börse noch andere Aktienindizes. Sämtliche ausländischen Aktienindizes können auf Grund der dritten Voraussetzung ausgeschlossen werden. Zwar sind einige der deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften Teil des wichtigen Immobilienaktienindex FTSE EPRA/NAREIT, so wurde z.B. am 19. März 2012 die Hamborner REIT AG in einen der FTSE EPRA/NAREIT Indizes aufgenommen, dennoch sind sie auf Grund der internationalen Zusammensetzung als Grundlage für die Auswahl des Samples nicht geeignet. Die Suche nach einem geeigneten Index beschränkt sich somit auf die deutschen Indizes.

Der wohl bekannteste deutsche Immobilienindex ist der DIX (Deutscher Immobilien Index). Durch ihn kann die Performance von Bestandsimmobilien mit der Performance anderer Assetklassen, wie z. B. Aktien und Renten verglichen werden. Der Index ist für institutionelle Kapitalanleger, sowie für die Immobilienwirtschaft generell, eine Beurteilungsgrundlage für Investitionsentscheidungen.<sup>332</sup> Der jährlich erscheinende Performanceindex errechnet sich nicht wie der Dax aus einzelnen zusammengesetzten Aktienkursen, die je nach Marktkapitalisierung des Streubesitzes unterschiedlich gewichtet werden, sondern er berücksichtigt Nettoerträge aus Vermietung und Verpachtung und die Wertänderungen von deutschen Bestandsimmobilien. Für diese Arbeit ist der DIX aber nicht relevant, da es anhand des DIX nicht möglich ist,

---

<sup>332</sup> Vgl. IPD (2012).

den Umsetzungsgrad des DCGK zu untersuchen. Es müssen vielmehr einzelne Unternehmen identifiziert und ihr Verhalten hinsichtlich des Kodexes untersucht werden.

Auch die bekannten, auf Transaktionen beruhenden Immobilienindizes von BulwienGesa<sup>333</sup> und Jones Lang LaSalle (Victor) sowie der, auf Angebotspreise beruhende Index von Immobilienscout24 (Immobilienindex (IMX))<sup>334</sup> eignen sich für eine solche Untersuchung nicht, da keine Unternehmensdokumente analysiert werden können sondern nur die firmeneigenen Daten in die Berechnungen einfließen (Transaktionspreise bei den ersten beiden Unternehmen, Angebotspreise bei Immobilienscout24).

Für die Auswahl des Samples wird ein Immobilienaktienindex benötigt, der im Gegensatz zu Immobilienindizes nicht die Wertentwicklung der Immobilien sondern der Aktiengesellschaften widerspiegelt, die sich auf Immobilienbewirtschaftung spezialisiert haben. Ein derartiger Index ist der Deutsche Immobilienaktienindex (DIMAX), der ausschließlich aus deutschen kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen und ausländischen Gesellschaften besteht, die eine deutsche Tochtergesellschaft haben.

Bevor das Sample endgültig bestimmt wird, werden der Dax und der DIMAX näher betrachtet. Neben den Gemeinsamkeiten und Unterschieden der beiden Indizes wird die relative Bedeutung der im DIMAX notierten Unternehmen als wichtiger Auswahlfaktor bei der Bestimmung des Samples diskutiert.

#### 4.1.2 Der Deutsche Immobilienaktienindex

Der DIMAX wurde 1995 vom Bankhaus Ellwanger & Geiger aufgelegt und setzte sich am 31.01.2011 aus 75 Unternehmen zusammen. Der DIMAX ist der erste umfassende Aktienindex deutscher Immobilien-AGs („Mit diesem Index leistete Ellwanger & Geiger Pionierarbeit für den Sektor der Immobilienaktien in Deutschland“<sup>335</sup>). Die Positionierung der Unternehmen im DIMAX basiert auf einer gewichteten Berechnung, die auf die Marktkapitalisierung abhebt. So ergibt sich der Anteil eines Wertes am gesamten Index aus der Marktkapitalisierung des Unternehmens im Verhältnis zur Summe der Marktkapitalisierung aller im Index enthaltenen Unternehmen was dazu führt, dass große Unternehmen den Index stärker beeinflussen als kleine.<sup>336</sup> Beim DIMAX handelt es sich genau wie beim Dax auch um einen Performanceindex, es wird also unterstellt, dass „alle Bardividenden und sonstigen Einnahmen aus dem Besitz der Aktien, wie Bezugsrechtserlöse und sonstige Nebenwerte, wieder in Aktien des Index reinvestiert werden [...] Die Index-Versionen E&G DIMAX und E&G EPIX werden mit der jährlich verketteten Laspeyres-Formel sowohl als Preis- als auch Performance-Index berechnet.“<sup>337</sup>

Vierteljährlich erfolgt eine Überprüfung und Anpassung des Index. Bei allen Unternehmen handelt es sich um Immobilien AGs, die hauptsächlich im Immobiliengeschäft oder im unmittelbaren Umfeld immobiliennah tätig sind. Unternehmen müssen, um in den Index aufgenommen zu

---

<sup>333</sup> Vgl. <http://www.bulwiengesa.de/index.php?id=index>.

<sup>334</sup> Vgl. <http://www.immobilienscout24.de/de/immobilienbewertung/immobilienindex/index.jsp>.

<sup>335</sup> Ellwanger & Geiger Privatbankiers (2013A).

<sup>336</sup> Vgl. Meister (2009), S. 9f.

<sup>337</sup> Meister (2009), S. 10f.

werden, mindestens 75% ihres Ertrages im Immobiliensektor erwirtschaften<sup>338</sup> und können somit laut Definition als Teil der Immobilienwirtschaft bezeichnet werden.<sup>339</sup> „Der Immobilienbereich umfasst hierbei die Tätigkeitsfelder Handel, Vermietung und Verpachtung, Dienstleistung/Service, Projektentwicklung und Beratung.“<sup>340</sup> Außerdem müssen die Aktien der Unternehmen börsennotiert im amtlichen Handel, im geregelten Markt oder im geregelten Freiverkehr sein.

Die vollständige Liste der fünfundsiebzig Unternehmen, die am 31.01.2011 den DIMAX bildeten, ist in Tabelle 1 abgebildet. Dazu gehören viele der bedeutenden deutschen Immobilienunternehmen, die auch im Dax, MDax oder SDax gelistet sind, namentlich sind dies: alstria office REIT-AG, Deutsche EuroShop AG, Deutsche Wohnen AG, DIC Asset AG, GAGFAH S.A., Ham-borner REIT AG, IVG Immobilien AG, PATRIZIA Immobilien AG und die TAG Immobilien AG.

Insgesamt hatten die Unternehmen am 31.01.2011 eine Marktkapitalisierung von über 11.000.000.000 (elf Milliarden) Euro. Die Marktkapitalisierung der einzelnen Unternehmen zum Stichtag 31.01.2011 lag zwischen 209.760 Euro (Zucker & Co. Immobilien und Beteiligungen AG) und 1.664.042.000 Euro (GAGFAH S.A.). GAGFAH S.A., Deutsche EuroShop AG und IVG Immobilien AG waren zum 31.01.2011 die drei bedeutendsten Unternehmen bezogen auf die Marktkapitalisierung, errechnet aus dem Aktienkurs der Unternehmen zum 31.01.2011 mal der Anzahl der ausstehenden Aktien am selben Tag: die GAGFAH S.A. hatte ca. 1,664 Mrd. Euro Marktkapitalisierung, die Deutsche EuroShop AG ca. 1,417 Mrd. und IVG Immobilien AG ca. 0,919 Mrd. Neben den weiteren bekannten Unternehmen wie die Deutsche Wohnen AG, die GBW AG oder die TAG Immobilien AG, gehören auch kleinere, aus Sicht der Marktkapitalisierung weniger bedeutende Unternehmen wie z.B. die SEE Real Estate AG (ca. 4,2 Mio. Euro), GRÜEZI Real Estate AG (2,5 Mio. Euro) und die Zucker & Co. Immobilien und Beteiligungen AG (209.760 Euro Marktkapitalisierung) zu den Unternehmen des DIMAX. Da im Deutschen Immobilienaktienindex der Anteil der Unternehmen nicht gedeckelt ist und er somit Titel enthält, die einen geringen bis sehr geringen Börsenwert aufweisen, machen die Unternehmen GAGFAH S.A., Deutsche EuroShop AG, IVG Immobilien AG, Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA und Deutsche Wohnen AG bereits über die Hälfte der gesamten Marktkapitalisierung aus.

---

<sup>338</sup> Vgl. Ellwanger & Geiger Privatbankiers (2011A).

<sup>339</sup> Vgl. Schmoll (2008), S. 8; Bone-Winkel / Schulte / Focke (2008), S. 12f.

<sup>340</sup> Meister (2009), S. 7.

Tabelle 1: Liste der DIMAX Unternehmen zum 31.01.2011

E&G-DIMAX Stand:		31.01.11			
Gesellschaft		Schlusskurs Vortag	Markt- kapitalisierung	Hoch	Tief
1ST RED AG	SXL GR Equity	1,49	25.000.000	2,49	1,10
AAA-AG ALLGEMEINE ANLGEVERWA	AAA GR Equity	1,80	32.770.690	2,05	1,32
ADLER REAL ESTATE AG	ADL GR Equity	0,52	8.175.000	0,67	0,43
AGROB IMMOBILIEN AG	AGR GR Equity	9,40	34.583.020	10,00	8,00
AIRE GMBH & CO KGAA	ARE GR Equity	9,40	38.942.520	9,66	6,90
ALSTRIA OFFICE REIT-AG	AOX GR Equity	10,50	644.644.000	10,75	6,90
AMIRA VERWALTUNGS AG	VWK GR Equity	551,00	42.294.000	600,00	495,00
ANTERRA VERMOEGENSVERWALTUNG	ANT1 GR Equity	2,34	7.862.400	3,10	1,50
AREAL IMMOBILIEN UND BETEILI	KNS GR Equity	0,20	262.600	0,55	0,02
ARISTON REAL ESTATE AG	A3E GR Equity	1,72	16.281.720	2,31	1,33
AVV IMMOBILIEN AG	AV7 GR Equity	2,90	37.428.220	2,92	1,35
BASTFASERKONTOR AG	BFK GR Equity	1.400,00	14.030.400	1575,00	1200,00
BAU-VEREIN ZU HAMBURG AG	BVH GR Equity	3,75	87.715.310	4,02	2,86
BBI BUERGERLICHES BRAUHAUS I	BBI GR Equity	12,74	66.300.000	12,90	9,35
BERLINER AG FUER BETEILIGUNG	BFI GR Equity	1.999,00	31.984.000	2000,00	1824,00
COLONIA REAL ESTATE AG	KBU GR Equity	5,57	175.157.000	5,73	3,61
CR CAPITAL REAL ESTATE AG	CRZ GR Equity	1,01	15.165.000	1,17	0,76
CWI REAL ESTATE AG	CW6 GR Equity	5,00	13.750.000	40,80	4,28
DESIGN BAU AG	D2B GR Equity	3,36	17.582.400	3,49	1,85
DEUTSCHE BEAMTENVORSORGE IMM	DVU GR Equity	0,02	211.974	0,05	0,00
DEUTSCHE EUROSHOP AG	DEQ GR Equity	27,44	1.416.507.000	29,98	21,28
DEUTSCHE GRUNDSTUECKSAUKTION	DGR GR Equity	8,92	13.728.000	10,91	7,00
DEUTSCHE IMMOBILIEN HOLDING	DEG1 GR Equity	1,45	101.500.000	1,85	1,25
DEUTSCHE REAL ESTATE	DRE2 GR Equity	1,10	22.640.420	1,60	1,00
DEUTSCHE WOHNEN AG-BR	DWNI GR Equity	9,68	776.852.100	10,89	6,03
DIC ASSET AG	DAZ GR Equity	9,02	354.607.700	9,36	5,30
DR REAL ESTATE AG	DOL GR Equity	0,44	4.007.497	0,83	0,24
ESTAVIS AG	ETS GR Equity	1,79	17.421.880	2,25	1,55
FAIR VALUE REIT-AG	FVI GR Equity	4,60	41.484.350	4,92	3,60
FRANCONFURT AG	FFM GR Equity	7,03	56.350.000	7,50	3,15
FRANCONOWEST AG	4FR GR Equity	1,31	30.130.000	1,55	0,02
GAG IMMOBILIEN AG-PRF	GWK3 GR Equity	29,50	539.136.000	34,80	25,41
GAGFAH SA	GFJ GR Equity	7,42	1.664.042.000	7,77	5,06
GBW AG	GWB GR Equity	13,70	745.290.000	17,25	13,00
GERMANIA-EPE AG	BSG GR Equity	1,20	2.400.000	3,49	1,00
GIEAG GEWERBE IMMOBILIEN ENT	2GI GR Equity	1,90	8.311.800	1,98	1,25
GRETA AG	GTL GR Equity	0,17	4.068.750	0,23	0,09
GRUEEZI REAL ESTATE AG	GRP GR Equity	1,00	2.500.000	7,40	0,79
GWB IMMOBILIEN AG	G7B GR Equity	1,33	9.535.575	1,99	1,15
HAHN IMMOBILIEN BETEILIGUNGS	H4I GR Equity	1,87	21.960.000	3,10	1,68
HAMBORNER REIT AG	HAB GR Equity	7,85	269.548.000	8,68	6,89
HAMBURGISCHE IMMOBILIEN UND	H1I GR Equity	0,99	2.640.000	2,55	0,89
HASEN-IMMOBILIEN AG	ABH GR Equity	63,36	35.520.000	75,00	55,10
HELMA EIGENHEIMBAU AG	H5E GR Equity	10,10	25.454.000	10,10	6,50
IC IMMOBILIEN HOLDING AG	I7O GR Equity	3,00	8.568.000	4,25	2,30
IFM IMMOBILIEN AG	IFM GR Equity	10,20	93.032.490	10,23	7,05
IMW IMMOBILIEN AG	GARY GR Equity	5,00	82.333.330	9,00	3,50
INCITY IMMOBILIEN AG	IC8 GR Equity	3,05	16.897.500	9,41	2,61
INFORMICA REAL INVEST AG-BR	IDE GR Equity	0,96	8.582.200	1,50	0,84
IVG IMMOBILIEN AG	IVG GR Equity	7,20	918.918.000	7,97	4,65
JK WOHNBAU AG	JWB GR Equity	8,10	163.018.200	8,50	7,45
KWG KOMMUNALE WOHNEN AG	BIW GR Equity	5,18	51.273.350	6,06	3,61
MAGNAT REAL ESTATE AG	M5RK GR Equity	2,23	30.915.600	3,71	1,62
NYPHENBURG IMMOBILIEN	LBN GR Equity	322,00	180.389.200	368,00	250,00
OAB OSNABRUECKER ANLAGEN	OAB GR Equity	0,45	4.500.000	0,69	0,35
ORCO GERMANY S.A.	O5G GR Equity	0,46	25.312.320	0,90	0,26
PATRIZIA IMMOBILIEN AG	P1Z GR Equity	4,86	255.228.500	5,88	2,55
POLIS IMMOBILIEN AG	PQL GR Equity	9,40	105.537.000	10,50	7,01
PRIMAG AG	P9R GR Equity	1,39	5.809.300	1,48	0,76
RATHGEBER AG	WJR GR Equity	2.100,00	126.000.000	2250,00	1950,00
RCM BETEILIGUNGS AG	RCM GR Equity	1,70	24.082.500	1,83	1,26
REALQUADRAT IMMOBILIEN AG	ROX GR Equity	0,62	4.417.500	0,74	0,35
RUECKER IMMOBILIEN AG	RUC GR Equity	1,95	7.656.349	2,10	1,09
SCHLOSSGARTENBAU AG	SGB GR Equity	582,00	122.850.000	680,00	510,00
SEDLMAYR GRUND UND IMMO	SPB GR Equity	1.310,00	910.806.000	2450,00	1090,49
SEE REAL ESTATE AG	SR8 GR Equity	3,13	4.230.570	6,59	2,87
SINNER AG	SIN GR Equity	16,80	29.232.000	17,50	14,00
SPAG ST PETERSBURG IMMOBIL	PIB3 GR Equity	5,80	377.000	7,00	3,48
TAG IMMOBILIEN AG	TEG GR Equity	6,50	378.397.300	6,81	3,83
VIB VERMOEGEN AG	VIH GR Equity	8,13	144.884.500	8,73	5,81
VIVACON AG	VIA GR Equity	1,20	30.922.410	1,44	0,37
WESTGRUND AG	WEG1 GR Equity	2,60	29.778.400	2,87	1,05
WINDSOR AG	WIR GR Equity	1,78	16.336.830	1,97	0,55
YOUNIQ AG	AL4 GR Equity	13,00	91.650.000	16,00	8,00
ZUCKER & CO IMMOBILIEN	ZUK GR Equity	1,20	209.760	1,50	0,01
			<b>11.322.921.435</b>		
<b>Veränderung</b>	<b>30. Dez 2010</b>	<b>aktuell</b>	<b>%</b>		
E&G-DIMAX	264,62	275,29	4,03		
Dax	6914,19	7167,66	3,67		

Quelle: Ellwanger &amp; Geiger Privatbankiers (2011B).

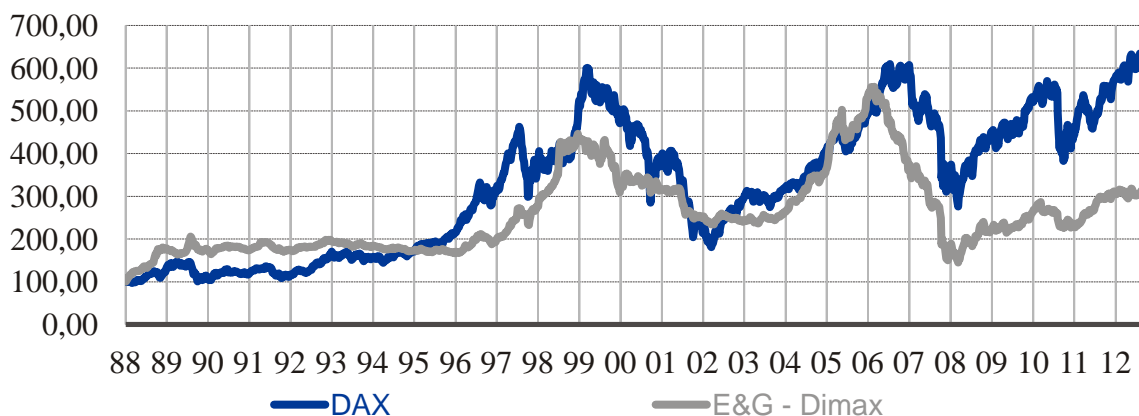


### 4.1.3 Vergleich DIMAX – Dax

Während die Werte im Dax anhand ihrer Streubesitz-Marktkapitalisierung gewichtet werden, für die Berechnung also nur die frei handelbaren Aktien relevant sind, und die Werte mit einer sinkenden Marktkapitalisierung aus dem Index genommen werden, weist der DIMAX eine Vielzahl von Unternehmen auf, deren Marktkapitalisierung gering bis sehr gering ist.

In der nachstehenden Abbildung, die den Dax mit dem E&G-DIMAX zwischen dem 30.12.1988 und dem 30.08.2013 vergleicht (Wert 30.12.1988 = 100)<sup>341</sup> wird ersichtlich, dass die beiden Indizes eine gewisse Korrelation aufweisen und dass beide stark von den letzten zwei Krisen, der Dotcom-Blase im Jahr 2000 und der Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2007 betroffen waren. Interessant ist, dass sich der DIMAX nach der ersten Krise gut erholt hat und kurz vor der zweiten sich sogar besser als der Dax entwickelte. Nach der letzten Wirtschafts- und Finanzkrise allerdings brach der DIMAX nicht nur stärker ein, sondern konnte auch bis heute nicht wieder an das Dax Level herankommen. Dies legt die Vermutung nahe, dass die Investoren Zurückhaltung bezüglich Immobilieninvestitionen üben, ungeachtet der Tatsache, dass Immobilien den Ruf haben, eine sichere Anlage in Krisenzeiten zu sein.

**Abbildung 6: Vergleich Dax / E&G-DIMAX (1988-2013)**



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Ellwanger & Geiger Privatbankiers (2013).

Vergleicht man jedoch Dax und DIMAX auf Jahresbasis, ergeben sich sehr unterschiedliche Verläufe. In der nachfolgenden Tabelle wird der Dax mit dem E&G-DIMAX zwischen dem 30.12.1988 und dem 30.12.2010 auf Jahresbasis verglichen (Wert 30.12.1988 = 100). Verglichen werden immer die Werte am jeweiligen Jahresende (z.B. 30. Dez. 2004 gegenüber 30. Dez. 2003).

<sup>341</sup> Vgl. Ellwanger & Geiger Privatbankiers (2011B).

**Tabelle 2: Vergleich Dax / E&G-DIMAX**

Datum	DAX	DIMAX	Veränderung DAX	Veränderung DIMAX	DAX-DIMAX
30. Dez 88	100,00	100,00	0,0%	0,0%	0,0%
29. Dez 89	134,83	177,90	34,8%	77,9%	-43,1%
28. Dez 90	105,30	174,90	-21,9%	-1,7%	-20,2%
27. Dez 91	117,75	173,40	11,8%	-0,9%	12,7%
30. Dez 92	116,36	174,80	-1,2%	0,8%	-2,0%
30. Dez 93	170,70	194,10	46,7%	11,0%	35,7%
30. Dez 94	158,64	184,60	-7,1%	-4,9%	-2,2%
29. Dez 95	170,25	173,22	7,3%	-6,2%	13,5%
27. Dez 96	214,85	167,31	26,2%	-3,4%	29,6%
30. Dez 97	320,04	200,77	49,0%	20,0%	29,0%
30. Dez 98	376,72	276,25	17,7%	37,6%	-19,9%
30. Dez 99	524,01	432,26	39,1%	56,5%	-17,4%
29. Dez 00	484,51	322,43	-7,5%	-25,4%	17,9%
28. Dez 01	388,60	315,09	-19,8%	-2,3%	-17,5%
30. Dez 02	217,84	252,43	-43,9%	-19,9%	-24,1%
30. Dez 03	298,61	244,24	37,1%	-3,2%	40,3%
30. Dez 04	320,52	264,47	7,3%	8,3%	-0,9%
30. Dez 05	407,29	365,92	27,1%	38,4%	-11,3%
29. Dez 06	496,80	535,48	22,0%	46,3%	-24,4%
28. Dez 07	607,54	367,41	22,3%	-31,4%	53,7%
30. Dez 08	362,25	184,83	-40,4%	-49,7%	9,3%
30. Dez 09	448,65	222,08	23,9%	20,2%	3,7%
30. Dez 10	520,70	264,62	16,1%	19,2%	-3,1%

Quelle: Eigene Darstellung.

Trotz einer gewissen Korrelation weisen die beiden Indizes punktuell gravierende Performanceunterschiede auf. Die Wachstumsraten des DIMAX fielen in den Jahren 2005 (+38,4%) und 2006 (+46,3%) höher aus als jene des Dax (2005: 27,1%, 2006: 22,0%), während die Verluste des DIMAX in den zwei darauf folgenden Jahren (2007: -31,4%, 2008: -49,7%) höher waren als die des Dax (2007: +22,3%, 2008: -40,4%). Das erscheint nicht verwunderlich angesichts der Tatsache, dass die Finanzkrise in den USA mit der „Subprime-Krise“ Mitte 2007 begann. Das Vertrauen in die Immobilien war somit anscheinend auch in Deutschland nachhaltig geschädigt.

Insgesamt war die Performance der beiden Indizes über einen längeren Zeitraum sehr unterschiedlich. Das Vermögen jener, die Ende 1988 „in den Dax investiert“ haben, hatte sich bis Ende 2010 mehr als verfünffacht (5,21). Diejenigen, die „in den DIMAX investiert haben“, haben ihr Vermögen lediglich mehr als verdoppelt (2,64). Die Investition in den Dax ist damit fast doppelt so gewinnbringend gewesen wie jene in den DIMAX.

Das gleiche Bild ergibt sich bei dem Vergleich Dax / EPRA-Index (European Public Real Estate Association Index). Die deutschen Immobilienaktien, die im EPRA gelistet sind, haben unter der Finanzkrise stärker als andere Aktienkategorien gelitten. Während Immobilienaktien vor der Krise eine bessere Performance hatten als die Aktien anderer kapitalmarktorientierter Unternehmen, schnitten sie in den Jahren danach schlechter ab. Dies ist durch die Nähe zu den Banken zu erklären, die sich negativ auf diese Unternehmen auswirkt. Durch die höheren Eigenkapitalforderungen und die höheren Zinsmargenforderungen der anstehenden Refinanzierungen geraten die Aktien unter Druck. Betrachtet man die Unternehmen Deutsche Wohnen AG, PATRIZIA Immobilien AG, GAGFAH S.A, IVG Immobilien AG, DIC Asset AG und die Deutsche EuroShop

AG, so stellt man fest, dass nur die Unternehmen Deutsche Wohnen AG, PATRIZIA Immobilien AG und die Deutsche EuroShop AG positiv von den Analysten bewertet werden. Eine Konsequenz daraus ist beispielsweise, dass der größte deutsche Wohnungsbestandhalter, die Deutsche Annington, die dem britischen Finanzinvestor Terra Firma gehört, Jahre lang gezögert hat, einen Börsengang durchzuführen, obwohl er die Deutsche Annington auf Grund ihrer Marktkapitalisierung direkt in den Dax hätte bringen könnte.<sup>342</sup> Mittlerweile ist die Deutsche Annington (Stand 26.08.2013) im DIMAX gelistet und stellt mit einer Marktkapitalisierung von über 4 Mrd. Euro das mit Abstand bedeutendste Unternehmen aus Sicht der Marktkapitalisierung dar.<sup>343</sup>

Zusammenfassend kann für den DIMAX gesagt werden, dass er aus mehr Werten (75) als der Dax (30), MDax (50), SDax (50) und TecDax (30) besteht und sich, wie der TecDax (Technologie), auf ein einziges Unternehmensfeld konzentriert.

#### 4.1.4 Auswahl des Samples

Untersuchungsgegenstand der empirischen Studie sind die Unternehmen aus dem DIMAX. Von den 75 im DIMAX gelisteten Unternehmen konnten aus unterschiedlichen Gründen nicht alle untersucht werden. Unternehmen, die ihren Firmensitz nicht in Deutschland haben, wurden von der Untersuchung ausgeschlossen. Bedauerlicherweise gehört dazu die GAGFAH S.A., das größte Unternehmen hinsichtlich der beiden Selektionskriterien, denn mit Hauptsitz in Luxemburg ist das Unternehmen nicht verpflichtet, den DCGK zu befolgen und eine Entsprechenserklärung abzugeben. Außerdem muss von den größten Unternehmen hinsichtlich Marktkapitalisierung die Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA aus der Untersuchung ausgeschlossen werden, denn sie ist eine Kommanditgesellschaft auf Aktien und hat nach eigenen Angaben den Corporate Governance Kodex nicht befolgt „Der Aufsichtsrat und die geschäftsführende persönlich haftende Gesellschafterin erklären daher gemäß § 161 AktG, dass die im elektronischen Bundesanzeiger bekanntgemachten Empfehlungen der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 26. Mai 2010 im Geschäftsjahr 2010/11 und im laufenden Geschäftsjahr 2011/12 nicht zur Anwendung kommen und ihnen auch weiterhin nicht entsprochen wird.“<sup>344</sup> Es ist zwar bedenklich, dass Unternehmen eine solche Entsprechenserklärung abgeben dürfen, gegen das Gesetz verstoßen sie damit aber nicht. Eine völlige Ablehnung der Kodizes ist, die Abgabe einer Entsprechenserklärung vorausgesetzt, in der auf diesen Umstand hingewiesen wird, rechtlich gesehen zulässig. Auch Unternehmen aus anderen Branchen erweisen sich als „Totalverweigerer“ mit teilweise sehr kuriosen Begründungen, so begründen Unternehmen ihre Ablehnung u. a. damit, dass sie nicht ausgerechnet von Herrn Dr. Klaus-Peter Müller als Vorsitzendem der Regierungskommission Handlungsleitungen bezüglich Corporate Governance entgegennehmen wollen.<sup>345</sup> Sowohl Müller auch als dessen Vorgänger Cromme haben durch ihre Misserfolge als Manager und die persönliche Nichtbefolgung der eigenen Kodexempfehlungen die Reputation der Kommission insgesamt wie auch einzelner Kodexempfehlungen anscheinend in Zweifel gezogen.<sup>346</sup> Ein Unternehmen,

<sup>342</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung (2011A), S. 21.

<sup>343</sup> Vgl. Ellwanger & Geiger Privatbankiers (2013B).

<sup>344</sup> Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA (2012).

<sup>345</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung (2012G), S. 15.

<sup>346</sup> Vgl. Döring (2013), S. 8.

das den Kodex nicht befolgt hat, obwohl es durch seine Rechtsform und Firmensitz dazu angehalten gewesen wäre, ist die Rathgeber AG. Bedingt durch die Größe des Unternehmens und trotz Ablehnung der Kodizes wurde die Rathgeber AG in die Untersuchung mit aufgenommen.

Nicht nur „falsche“ Rechtsformen und Firmensitze haben dazu geführt, dass Unternehmen aus der Untersuchung ausgeschlossen werden mussten: Für die Nymphenburg Immobilien AG und die JK Wohnbau AG lag für das Jahr 2010 kein Geschäftsbericht vor der unerlässlich für die Untersuchung ist. Die VIB Vermögen AG gab für das Geschäftsjahr 2010 seine Entsprechenserklärung über die BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG ab, die somit Gegenstand der Untersuchung wurde.

Wichtigste Kenngrößen eines Unternehmens sind neben dem Aktienwert die Marktkapitalisierung und das Handelsvolumen, die aus diesem Grund auch die wichtigsten Auswahlkriterien der zu untersuchenden Unternehmen darstellen. Hierbei wird einer hohen Marktkapitalisierung eine höhere Bedeutung beigemessen als einem hohen Handelsvolumen. Auf Grund der Tatsache, dass einige Unternehmen aus Sicht der Marktkapitalisierung und des Handelsvolumens für den Kapitalmarkt eine sehr begrenzte Rolle spielen, sollen nicht alle, sondern nur die bedeutendsten Unternehmen des DIMAX hinsichtlich Marktkapitalisierung und Handelsvolumen in das Sample der Untersuchung aufgenommen und deren Umsetzung des Kodexes analysiert werden.

Anhand der nachstehenden Tabellen kann eine erste Vorauswahl getroffen werden. Die wichtigsten Unternehmen hinsichtlich der Marktkapitalisierung wurden in drei Gruppen aufgeteilt: die erste Gruppe besteht aus den Unternehmen, deren kumulierte Marktkapitalisierung über 50% liegt (Unternehmen 1 bis 5). Die zweite Gruppe besteht aus 18 Unternehmen (Unternehmen 6 bis 23) und repräsentiert zusammen mit der ersten Gruppe bereits über 90% der gesamten Marktkapitalisierung. Die dritte Gruppe (Unternehmen 24 bis 54) bildet zusammen mit den ersten beiden Gruppen über 99% der gesamten Marktkapitalisierung. Die restlichen Unternehmen (Unternehmen 55 bis 75) können auf Grund der geringen Größe vernachlässigt werden. Die individuelle Marktkapitalisierung der 20 kleinsten Unternehmen liegt nur zwischen 0,0018% und 0,0840% der gesamten Marktkapitalisierung; zusammengenommen machen sie lediglich ca. 0,83% aus und ihre Bedeutung für den Kapitalmarkt ist faktisch vernachlässigbar.

**Tabelle 3: DIMAX Unternehmen nach Marktkapitalisierung**

	Unternehmen	Marktkapitalisierung	Anteil an gesamt	Kumuliert
1	GAGFAH S.A.	1.664.042.000	14,66%	
2	Deutsche EuroShop AG	1.416.507.000	12,48%	
3	IVG Immobilien AG	918.918.000	8,10%	
4	Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA	910.806.000	8,03%	
5	Deutsche Wohnen AG	776.852.100	6,85%	50,12%
6	GBW AG	745.290.000	6,57%	
7	alstria office REIT-AG	644.644.000	5,68%	
8	GAG Immobilien AG	539.136.000	4,75%	
9	TAG Immobilien AG	378.397.300	3,33%	
10	DIC Asset AG	354.607.700	3,12%	
11	Hamborner REIT AG	269.548.000	2,38%	
12	PATRIZIA Immobilien AG	255.228.500	2,25%	
13	Nymphenburg Immobilien AG	180.389.200	1,59%	
14	Colonia Real Estate AG	175.157.000	1,54%	
15	JK Wohnbau AG	163.018.200	1,44%	
16	VIB Vermögen AG	144.884.500	1,28%	
17	Rathgeber AG	126.000.000	1,11%	
18	Schlossgartenbau AG	122.850.000	1,08%	
19	POLIS Immobilien AG	105.537.000	0,93%	
20	Deutsche Immobilien Holding AG	101.500.000	0,89%	
21	IFM Immobilien AG	93.032.490	0,82%	
22	YOUNIQ AG	91.650.000	0,81%	
23	Bau-Verein zu Hamburg AG	87.715.310	0,77%	90,46%
24	IMW Immobilien AG	82.333.330	0,73%	
25	BBI Immobilien AG	66.300.000	0,58%	
26	FRANCONOFURT AG	56.350.000	0,50%	
27	KWG Kommunale Wohnen AG	51.273.350	0,45%	
28	AMIRA Verwaltungs AG	42.294.000	0,37%	
29	Fair Value REIT-AG	41.484.350	0,37%	
30	AIRE GmbH & Co. KGaA	38.942.520	0,34%	
31	AVW Immobilien AG	37.428.220	0,33%	
32	Hasen-Immobilien AG	35.520.000	0,31%	
33	AGROB Immobilien AG	34.583.020	0,30%	
34	a.a.a. aktiengesellschaft allgemeine anlageverwaltung	32.770.690	0,29%	
35	Berliner AG für Beteiligungen	31.984.000	0,28%	
36	Vivacon AG	30.922.410	0,27%	

37	MAGNAT Real Estate AG	30.915.600	0,27%	
38	Franconofurt AG	30.130.000	0,27%	
39	WESTGRUND AG	29.778.400	0,26%	
40	Sinner AG	29.232.000	0,26%	
41	HELMA Eigenheimbau AG	25.454.000	0,22%	
42	ORCO Germany S.A.	25.312.320	0,22%	
43	1st RED AG	25.000.000	0,22%	
44	RCM Beteiligungs AG	24.082.500	0,21%	
45	Deutsche Real Estate AG	22.640.420	0,20%	
46	HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	21.960.000	0,19%	
47	DESIGN Bau AG	17.582.400	0,15%	
48	ESTAVIS AG	17.421.880	0,15%	
49	InCity Immobilien AG	16.897.500	0,15%	
50	WINDSOR AG	16.336.830	0,14%	
51	ARISTON Real Estate AG	16.281.720	0,14%	
52	CR Capital Real Estate AG	15.165.000	0,13%	
53	Bastfaserkontor AG	14.030.400	0,12%	
54	CWI Real Estate AG	13.750.000	0,12%	99,05%

Quelle: eigene Darstellung.<sup>347</sup>

Aus der Tabelle ergibt sich eine hohe Konzentration der Marktkapitalisierung in der Hand weniger Unternehmen: die beiden Erstplatzierten, GAGFAH S.A. und Deutsche EuroShop AG, haben jeweils einen Anteil von mehr als zehn Prozent und machen zusammen bereits über ein Viertel (27,15%) der Gesamtmarktkapitalisierung aus. Lediglich 16 Unternehmen haben eine individuelle Marktkapitalisierung, die zwischen einem und zehn Prozent beträgt. Diese Gruppe und die ersten der beiden Unternehmen haben einen kumulierten Anteil von über 85% (86,24%). Ein knappes Viertel der Unternehmen macht folglich rund 85% der Marktkapitalisierung aus. Die restlichen 15% entfallen auf 57 Unternehmen.

Das zweite Auswahlkriterium für die vorliegende Untersuchung ist das Handelsvolumen. In der folgenden Tabelle ist in der zweiten Spalte aufgeführt, wie oft die Aktien des jeweiligen Unternehmens zwischen dem 01.01.2010 und dem 31.12.2010 gehandelt worden sind (Anzahl der Trades), die dritte Spalte stellt das Handelsvolumen der einzelnen Unternehmen im Vergleich zum Gesamthandelsvolumen (535.870.512 Trades) dar und die vierte die kumulierten Werte der dritten Spalte. Aus den beiden Tabellen wird ersichtlich, dass die Unternehmen mit einer hohen Marktkapitalisierung tendenziell auch ein hohes Handelsvolumen aufweisen.

<sup>347</sup> Die Daten bezüglich Marktkapitalisierung wurden aus Tabelle 1 übernommen.

**Tabelle 4: DIMAX Unternehmen nach Handelsvolumen**

	Unternehmen	Anzahl Trades	Anteil an gesamt	Kumuliert
1	GAGFAH S.A.	159.590.745	29,782%	
2	IVG Immobilien AG	117.302.315	21,890%	51,67%
3	Deutsche Wohnen AG	40.587.869	7,574%	
4	Colonia Real Estate AG	31.725.452	5,920%	
5	Deutsche EuroShop AG	29.790.468	5,559%	
6	TAG Immobilien AG	19.762.463	3,688%	
7	Vivacon AG	18.584.590	3,468%	
8	DIC Asset AG	16.322.851	3,046%	
9	PATRIZIA Immobilien AG	13.447.075	2,509%	
10	ESTAVIS AG	11.362.034	2,120%	
11	alstria office REIT-AG	10.489.494	1,957%	
12	InCity Immobilien AG	7.306.214	1,363%	
13	WINDSOR AG	6.802.946	1,270%	90,15%
14	VIB Vermögen AG	4.438.056	0,828%	
15	GWB Immobilien AG	4.289.545	0,800%	
16	CR Capital Real Estate AG	4.034.607	0,753%	
17	Hamborner REIT AG	3.845.673	0,718%	
18	Deutsche Beamtenvorsorge Immobilienholding AG	3.823.325	0,713%	
19	RCM Beteiligungs AG	3.273.173	0,611%	
20	RÜCKER IMMOBILIEN AG	3.162.649	0,590%	
21	ORCO Germany S.A.	2.263.773	0,422%	
22	HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	2.236.759	0,417%	
23	WESTGRUND AG	2.039.097	0,381%	
24	JK Wohnbau AG	2.006.438	0,374%	
25	MAGNAT Real Estate AG	1.753.183	0,327%	
26	ADLER Real Estate AG	1.572.975	0,294%	
27	DR Real Estate AG	1.373.533	0,256%	
28	Franconofurt AG	1.277.494	0,238%	
29	informica real invest AG	1.159.859	0,216%	
30	REAL <sup>2</sup> Immobilien AG	1.141.871	0,213%	
31	KWG Kommunale Wohnen AG	1.104.298	0,206%	
32	Fair Value REIT-AG	1.023.647	0,191%	
33	IFM Immobilien AG	628.982	0,117%	
34	AIRE GmbH & Co. KGaA	575.845	0,107%	
35	Bau-Verein zu Hamburg AG	534.602	0,100%	99,02%

Quelle: Eigene Darstellung.<sup>348</sup>

Die Unternehmen sind ähnlich wie in der Marktkapitalisierungstabelle in drei Gruppen aufgeteilt. Die GAGFAH S.A. und die IVG Immobilien AG bilden die erste Gruppe. Beide Unternehmen sind einzeln jeweils für über 20 Prozent der Trades verantwortlich und machen gemeinsam bereits über die Hälfte des gesamten Handelsvolumens aus. Die GAGFAH S.A. steht somit, sowohl bei der Marktkapitalisierung als auch beim Handelsvolumen 2010 an erster Stelle. Während bei der Marktkapitalisierung die ersten beiden Unternehmen für „nur“ 27,15% der Gesamtsumme stehen, vereinen sie die Hälfte der Trades auf sich. Die zweite Gruppe besteht aus 11 Unternehmen und macht zusammen mit den ersten beiden Unternehmen bereits 90% des Handelsvolumens aus. Die einzelnen Volumina der zweiten Gruppe liegen zwischen 1% und

<sup>348</sup> Die Handelsvolumen-Daten wurden von den Ellwanger & Geiger Privatbankiers zur Verfügung gestellt.

10%. Zusammen mit der ersten Gruppe erreichen sie einen Wert von 90,15% (483.074.516 von insgesamt 535.870.512 Trades). Während also immerhin noch 23 Unternehmen für 90% der Marktkapitalisierung verantwortlich waren, sind es beim Handelsvolumen nur 13, 17,33% der Gesamtgruppe. Auch die dritte „Handelsvolumen-Gruppe“ ist wesentlich kleiner als die „Marktkapitalisierung-Gruppe“. Bedurfte es bei der Marktkapitalisierung noch 54 von 75 Unternehmen (72%), um 99% der Marktkapitalisierung abzudecken, so zeichnen lediglich 35 Unternehmen (47%) für 99,02% des Handelsvolumens verantwortlich, die restlichen 40 Unternehmen machen weniger als 1% (0,98%) aus. Nach Angaben der Ellwanger & Geiger Privatbankiers wurden die Aktien von zwei Unternehmen gar nicht gehandelt (Berliner AG für Beteiligungen und Zucker & Co. Immobilien und Beteiligungen AG), die Aktien der anderen Unternehmen aus der letzten Gruppe wurden zwischen ein Mal (Rathgeber AG) und 521.953 Mal gehandelt (DESIGN Bau AG). Die Unternehmen aus dieser Gruppe haben aus Sicht des Kapitalmarkts wenig bis sehr wenig Bedeutung. Informationen über die Berliner AG für Beteiligungen zu finden ist schwierig. Das Unternehmen verkaufte die letzte Immobilie im Besitz der Gesellschaft aber anscheinend schon 2007. Warum das Unternehmen 2010 immer noch im DIMAX geführt wird, erscheint unverständlich. Das gleiche gilt für die Zucker & Co. Immobilien und Beteiligungen AG da, wie im Geschäftsbericht 2010 zu lesen war, das Unternehmen liquidiert wurde.<sup>349</sup>

In der Gegenüberstellung der beiden Tabellen zeigt sich, dass 12 der Unternehmen der „Top 25 Marktkapitalisierung“ auch unter den „Top 25 Handelsvolumen“ sind. Hierbei handelt es sich um die Unternehmen: (1) GAGFAH S.A. (Platz 1. Marktkapitalisierung / Platz. 1 Handelsvolumen), (2) Deutsche EuroShop AG (2. / 5.), (3) IVG Immobilien AG (3. / 2.), (4) Deutsche Wohnen AG (5. / 3.), (5) alstria office REIT-AG (7. / 11.), (6) TAG Immobilien AG (9. / 6.), (7) DIC Asset AG (10. / 8.), (8) Hamborner REIT AG (11. / 17.), (9) PATRIZIA Immobilien AG (12. / 9.), (10) Colonia Real Estate AG (14. / 4.), (11) JK Wohnbau AG (15. / 24.) und die (12) VIB Vermögen AG (16. / 14.).

Die Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA, die mit über 900 Mio. Euro Marktkapitalisierung viertgrößtes Unternehmen hinsichtlich der Marktkapitalisierung ist, liegt erstaunlicherweise beim Handelsvolumen nur auf dem 65. Platz. In 2010 wurden seine Aktien lediglich 3160 mal gehandelt. Dies ist teilweise auch dadurch zu erklären, dass der Wert der Aktie sehr hoch war (1310 Euro zum 31.01.2011). Noch deutlicher ist der Unterschied bei der Rathgeber AG: belegt das Unternehmen hinsichtlich Marktkapitalisierung noch den 17. Platz, so belegt es in der „Handelsvolumen-Tabelle“ nur den drittletzten Platz (73.); es wurde während eines Jahres nur eine einzige Aktie gehandelt (2100 Euro zum 31.01.2011). Die anderen Unternehmen aus der „Top-25-Marktkapitalisierung-Tabelle“ die nicht in der „Top-25-Handelsvolumen-Tabelle“ erscheinen sind: GBW AG (Platz 6. Marktkapitalisierung / Platz 53. Handelsvolumen), GAG Immobilien AG (8. / 46.), Nymphenburg Immobilien AG (13. / 58.), Schlossgartenbau AG (18. / 68.), POLIS Immobilien AG (19. / 49.), Deutsche Immobilien Holding AG (20. / 50.), IFM Immobilien AG (21. / 33.), YOUNIQ AG (22. / 66.), Bau-Verein zu Hamburg AG (23. / 35.), IMW Immobilien AG (24. / 59.) und die BBI Immobilien AG (25. / 56.).

---

<sup>349</sup> Vgl. Geschäftsbericht 2010 Zucker & Co. Immobilien und Beteiligungen AG, S. 3.



Betrachtet man die Tabellen von der anderen Seite, vergleicht man also die wichtigsten Unternehmen hinsichtlich des Handelsvolumens mit den wichtigsten hinsichtlich der Marktkapitalisierung, so müssen erwähnt werden: die Vivacon AG (Platz. 7 Handelsvolumen / Platz 36. Marktkapitalisierung), ESTAVIS AG (10. / 48.), InCity Immobilien AG (12. / 49.), WINDSOR AG (13. / 50.), GWB Immobilien AG (15. / 56.) und die Deutsche Beamtenvorsorge Immobilienholding AG, die bezüglich Handelsvolumen noch Platz 18., bezüglich Marktkapitalisierung aber lediglich den vorletzten Platz (74.) belegt.

Aus den Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung mussten aus den schon dargestellten Gründen fünf ausgeschlossen werden. Somit verblieben als Untersuchungsgegenstand:

(1) Deutsche EuroShop AG, (2) IVG Immobilien AG, (3) Deutsche Wohnen AG, (4) GBW AG, (5) alstria office REIT-AG, (6) GAG Immobilien AG, (7) TAG Immobilien AG, (8) DIC Asset AG, (9) Hamborner REIT AG, (10) PATRIZIA Immobilien AG, (11) Colonia Real Estate AG, (12) Rathgeber AG, (13) Schlossgartenbau AG, (14) POLIS Immobilien AG, (15) Deutsche Immobilien Holding AG, (16) IFM Immobilien AG, (17) YOUNIQ AG, (18) Bau-Verein zu Hamburg AG, (19) IMW Immobilien AG und (20) BBI Immobilien AG.

Zweites Auswahlkriterium war das Handelsvolumen, wobei die Unternehmen mit den höchsten Volumina nach ihrer Marktkapitalisierung geordnet wurden. Die ersten fünf Unternehmen waren in absteigender Reihenfolge: Vivacon AG (Platz 7. Handelsvolumen), MAGNAT Real Estate AG (25.), WESTGRUND AG (23.), ORCO Germany S.A. (21.), RCM Beteiligungs AG (19.).

Für die Vivacon AG und die WESTGRUND AG lagen keine Geschäftsberichte für das Jahr 2010 vor, die ORCO Germany S.A. ist eine Gesellschaft mit Sitz in Luxemburg, die RCM Beteiligungs AG nahm weder in dem Geschäftsbericht 2010 noch auf der Unternehmenshomepage zu CG Stellung. Von den fünf genannten Unternehmen konnten somit nur die MAGNAT Real Estate AG (25.) untersucht werden. Die weiteren Unternehmen, die in Betracht kamen, waren in absteigender Reihenfolge bezüglich Marktkapitalisierung: HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG (Platz 22. Handelsvolumen), ESTAVIS AG (10.), InCity Immobilien AG (12.), WINDSOR AG (13.) und CR Capital Real Estate AG (16.).

Von diesen Unternehmen wurden die HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG und die ESTAVIS AG untersucht. Die Unternehmen InCity Immobilien AG, WINDSOR AG und CR Capital Real Estate AG gaben jeweils an, den Kodex nicht zu befolgen.

Die restlichen drei Unternehmen aus der „Top-25-Handelsvolumen-Tabelle“ GWB Immobilien AG, RÜCKER IMMOBILIEN AG und Deutsche Beamtenvorsorge Immobilienholding AG waren von ihrer Marktkapitalisierung zu gering, sie betrug für die einzelnen Unternehmen unter 0,1% der gesamten Marktkapitalisierung und wurden deshalb nicht untersucht. Stattdessen wurde noch die Franconofurt AG in das Sample mit aufgenommen, die auf Platz 26. bei der Marktkapitalisierung firmiert. Neben den 20 größten Unternehmen bezüglich Marktkapitalisierung wurden somit noch die (21) Franconofurt AG, (22) MAGNAT Real Estate AG, (23) HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG und die (24) ESTAVIS AG untersucht. Das Untersuchungssample hatte damit einen Umfang von 24 Unternehmen.

Schon bei der Auswahl des Samples zeichnete sich ein Bild der Immobilienunternehmen ab, die stark gegen die Prinzipien der Kodizes verstoßen. Während die Rathgeber AG trotz Ablehnung

der Kodizes auf Grund ihrer Größe in die Untersuchung mit aufgenommen wurde, mussten die RCM Beteiligungs AG, die InCity Immobilien AG, die WINDSOR AG und die CR Capital Real Estate AG ausgeschlossen werden, da sie nach eigenen Angaben die Kodizes nicht befolgt hatten. Für die Nymphenburg Immobilien AG, die JK Wohnbau AG, die Vivacon AG und die WESTGRUND AG lagen keine Geschäftsberichte für das Jahr 2010 vor. Auch diese Unternehmen konnten hinsichtlich des Umsetzungsgrades der Kodizes nicht untersucht werden. Dass acht der wichtigsten Unternehmen von Anfang an aus der Untersuchung ausgeschlossen werden mussten, zeichnet ein eher negatives Bild der Immobilienbranche. Weiterhin wurde bei der Untersuchung der Unternehmensunterlagen festgestellt, dass lediglich eine Minderheit der Unternehmen Bezug auf den immobilienpezifischen Kodex nehmen, nämlich die IVG Immobilien AG und die GBW AG, die anderen verharren beim allgemeinen DCGK. Die Hamborner REIT AG nimmt in ihren Unternehmensunterlagen noch Bezug auf die Grundsätze der ICG. Somit kann vor einer genaueren Analyse der einzelnen Kodexziffern bereits festgestellt werden, dass sich der immobilienpezifische Kodex noch nicht ausreichend in der Branche etabliert hat.

## 4.2 Untersuchungsmethodik

Nachdem das Sample eingegrenzt ist, gilt es, die Methode zu bestimmen, um den Umsetzungsgrad des DCGK bzw. des CGKI zu quantifizieren. Das soll in einem ersten Schritt anhand der Entsprechenserklärungen erfolgen. Die Unternehmen müssen dort angeben, welche Empfehlungen sie während des letzten Geschäftsjahres nicht umgesetzt haben und diese Unterlassung begründen. Die umgesetzten Empfehlungen werden hingegen nicht erwähnt. Außerdem kann in den Entsprechenserklärungen auch Stellung zu den nicht umgesetzten Anregungen genommen werden. Die Umsetzung der Bestimmungen lässt sich dagegen nicht anhand der Entsprechenserklärungen untersuchen. In einem nächsten Schritt werden in dieser Arbeit alle öffentlich zugänglichen Dokumente der Unternehmen des Samples neben den Entsprechenserklärungen herangezogen, um den Umsetzungsgrad der Bestimmungen, Empfehlungen und Anregungen des DCGK bzw. des CGKI zu untersuchen. Als öffentlich zugänglich gelten jene Dokumente, die das Unternehmen auf der eigenen Homepage veröffentlicht hat.

Dieses Vorgehen begründet sich darin, dass (1) die Internetpräsenz der Unternehmen heute ein wichtiger, wenn nicht zentraler Teil der Selbstdarstellung ist, (2) davon auszugehen ist, dass kein wichtiges Dokument, das von einem großen Unternehmen der Öffentlichkeit zugänglich gemacht wird, von ihm nicht auch ins Internet gestellt wird und (3) eine objektive Untersuchung unter Einbeziehung nicht öffentlicher Dokumente eine zu ungleiche Ausgangsbasis geschaffen hätte und die Vergleichbarkeit somit nicht gewährleistet gewesen wäre. Um eine objektive Vergleichbarkeit zu gewährleisten und die Sicht eines potentiellen Investors auf die analysierten Unternehmen einzunehmen, wurden keine weiteren Dokumente, außer denen auf der Homepage der Unternehmen zugänglich, verwendet. Es wurde davon abgesehen, nicht vorhandene Dokumente bei den Unternehmen anzufragen.

Nicht alle Unternehmen haben die gleichen Unterlagen veröffentlicht. Alle untersuchten Unternehmen haben die wichtigsten Dokumente, auf der firmeneigenen Homepage zugänglich gemacht; hierzu gehörten vor allem die Geschäftsberichte für das Jahr 2010 (die Mehrzahl der Geschäftsberichte aus dem Jahr 2010 hat einen Umfang von etwa 100 Seiten, die restlichen

Dokumente sind von sehr unterschiedlicher Länge), die Entsprechenserklärungen, Satzungen, der Internetauftritt, und die Erklärungen zur Unternehmensführung. Andere Dokumente, wie Einladungen zur Hauptversammlung, Geschäftsordnungen für Vorstand und Aufsichtsrat, Corporate Governance Berichte oder sonstige wichtige Unterlagen, die im Zusammenhang mit der Corporate Governance der Unternehmen stehen, wurden nicht von allen Unternehmen auf ihrer Homepage zugänglich gemacht.

Dabei gilt es, sich gewärtig zu halten, dass die Erklärung zur Unternehmensführung seit dem 25. Mai 2009, mit dem Inkrafttreten des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes (BilMoG), eine Pflichtangabe der börsennotierten Unternehmen am regulierten Markt ist. Nicht nur im Immobiliensektor hat jedoch dieses Gesetz zu Unsicherheit und Verwirrung und zahlreichen inhaltlich und formal unterschiedlichen Varianten geführt.<sup>350</sup> Eine Nichtveröffentlichung der Erklärung ist gesetzeswidrig und erschwert die Bestimmung in welchem Maße die Unternehmen die Kodizes umgesetzt haben (Anteil der Kodexziffern, zu denen die Unternehmen keine Angaben machen wird dadurch höher – vgl. hierzu auch Punkt 4.2.2 „Methodisches Vorgehen“). Aus dem gleichen Grund muss auch die fehlende Einberufung (Einladung) zur Hauptversammlung auf der Internetseite negativ interpretiert werden: „Die Einberufung sowie die vom Gesetz für die Hauptversammlung verlangten Berichte und Unterlagen einschließlich des Geschäftsberichts und der Formulare für einen Briefwahl sind auf der Internetseite der Gesellschaft zusammen mit der Tagesordnung zu veröffentlichen.“<sup>351</sup>

#### **4.2.1 Inhaltsanalyse unternehmenseigener Publikationen**

Für die 24 ausgewählten Unternehmen gilt es also, den Umsetzungsgrad des CGKI zu untersuchen. Anhand der unternehmenseigenen Publikationen soll festgestellt werden, ob und wie die Corporate Governance Initiative in den vergangenen Jahren von deutschen Immobiliengesellschaften angenommen und umgesetzt worden ist.

Der Betrachtungszeitraum für die Unternehmenspublikationen sind die Jahre 2010 und 2011. Die Geschäftsberichte für das Jahr 2010 wurden von den Unternehmen zwischen März 2011 und Oktober 2011 publiziert. Einige Unternehmen publizierten ihre Geschäftsberichte nicht für das Kalenderjahr 2010 sondern für den Zeitraum 2010/2011; auch diese Berichte wurden im zweiten Halbjahr 2011 publiziert. Die Corporate Governance Berichte, die Erklärungen zur Unternehmensführung und die Entsprechenserklärungen wurden, soweit vorhanden, meist als Teil der Geschäftsberichte veröffentlicht. Bei den Internetauftritten und Satzungen wurden die jeweils aktuellen Versionen betrachtet. Satzungen, die nach der Veröffentlichung der Geschäftsberichte auf die Homepage der Unternehmen gestellt wurden, wurden nicht in die Untersuchung einbezogen. Die Hauptversammlungen, auf denen die Geschäftsberichte für das Jahr 2010 vorgestellt wurden, fanden während des Jahres 2011 statt, hierfür wurden die entsprechenden Einladungen betrachtet. Auch von den Geschäftsordnungen für Vorstand und Aufsichtsrat wurden jene analysiert, die vor oder mit dem Geschäftsbericht veröffentlicht wurden.

---

<sup>350</sup> Vgl. Cometis (2010), S. 3.

<sup>351</sup> Kodexziffer 2.3.1, CGKI (2010), S. 5.

#### 4.2.2 Methodisches Vorgehen

Auf der empirischen Grundlage der Inhaltsanalyse der verschiedenen Unterlagen soll in der empirischen Studie anhand eines selbstentwickelten Scoring-Systems beurteilt werden, inwieweit das jeweilige Unternehmen den (immobilienspezifischen) Corporate Governance Kodex umgesetzt hat. Die getroffene Annahme hierbei lautet, dass alle veröffentlichten Informationen innerhalb der Dokumente auch der Wahrheit entsprechen und die Unternehmen keine Falschangaben zu den Kodexziffern machen. Eine hohe Punktzahl deutet auf eine weitreichende Umsetzung des Kodexes hin, eine niedrige auf eine schwache Umsetzung.

Um die Umsetzung des Corporate Governance Kodex der deutschen Immobilienwirtschaft quantifizieren zu können, wurde jener in möglichst eindeutige operative Kriterien übersetzt. Unter Zuhilfenahme der „Checkliste Deutscher Corporate Governance Kodex – Juni 2010“ von Clifford Chance<sup>352</sup> wurde ein „Fragenkatalog“ erstellt, anhand dessen die Umsetzung der jeweiligen Unternehmen untersucht werden konnte. Wie im zweiten Kapitel schon erwähnt wurden die insgesamt fünfundachtzig Kodexziffern des CGKI (2.1.1 bis 7.2.4) in dreiundachtzig Bestimmungen (B1 bis B80 und IB1 bis IB3) hundertundzehn Empfehlungen (E1 bis E95 und IE1 bis IE15) und dreiundzwanzig Anregungen (A1 bis A15 und IA1 bis IA8) aufgeteilt. Die vorliegende empirische Studie untersucht die Umsetzung dieser insgesamt 216 Punkte.

Während der Analyse der unternehmenseigenen Publikationen hat sich herauskristallisiert, dass viele Unternehmen die 85 Kodexziffern des CGKI nicht in die einzelnen Bestimmungen, Empfehlungen und Anregungen aufteilen, sondern vielmehr ganze Kodexziffern betrachten und Angaben zu diesen machen. Jene Bestimmungen, Empfehlungen und Anregungen, die von den Unternehmen besonders oft gruppiert wurden, wurden deshalb auch für die Untersuchung gruppiert. Es wurden bei der Gruppierung nur Bestimmungen mit Bestimmungen, Empfehlungen mit Empfehlungen und Anregungen mit Anregungen zusammengefasst, unterschiedliche Kodexzifferausprägungen wurden nicht zusammengetragen. Für jedes der 24 Unternehmen wurden 172 Punkte untersucht.

Die Kodexziffern sind so umformuliert, angepasst und aufgeteilt worden, dass anhand der öffentlichen Dokumente der Unternehmen jeder der Unterpunkte mit „Ja“, „Nein“, „Keine Angaben“ oder „Nein mit Begründung“ beantwortet werden konnte. Für jede Bestimmung, Empfehlung und Anregung ist also einer von vier Erfüllungsgraden möglich:

- 1) Für den Fall, dass das Unternehmen einen Punkt in der Praxis umsetzt und diese Tatsache in einer der unternehmenseigenen Publikationen kenntlich macht, wird der Punkt mit einem „Ja“ beantwortet.
- 2) Für den Fall, dass das Unternehmen den Punkt nicht umsetzt und diese Nichtumsetzung kenntlich macht, wird der Punkt mit einem „Nein“ bewertet.
- 3) Für den Fall, dass das Unternehmen keine Angaben dazu macht, ob es den Punkt umgesetzt hat oder nicht, wird der Punkt mit einem „Keine Angaben“ bewertet
- 4) Für die Empfehlungen gilt es eine weitere Kategorie einzuführen. Jene gelten auch dann als umgesetzt, wenn das Unternehmen die Nichtumsetzung unter Angabe von Gründen in der

---

<sup>352</sup> Vgl. Clifford Change Partnerschaftsgesellschaft (2010).

Entsprechenserklärung erläutert. Für diesen Fall wird die Empfehlung mit „Nein mit Begründung“ bewertet, was faktisch einer Erfüllung gleichkommt.

In einem nächsten Schritt werden die Erfüllungsgrade, abhängig davon, ob sie den Status einer Bestimmung, Empfehlung oder Anregung beschreiben, unterschiedlich gewichtet.

1) Während die Umsetzung einer Kodexziffer („Ja“) für alle drei möglichen Ausprägungsformen (Bestimmung, Empfehlung oder Anregung) mit einer „1“ gewichtet wird, muss bei den restlichen drei Erfüllungsgraden („Nein“, „Keine Angaben“ und „Nein mit Begründung“) differenziert werden.

2) Setzt ein Unternehmen eine Bestimmung, Empfehlung oder Anregung nicht um und macht dies in den unternehmenseigenen Publikationen kenntlich („Nein“), so wird das „Nein“ im Falle von Bestimmungen und Empfehlungen mit einer „0“ gewichtet, handelt es sich um eine Anregung so erhält das „Nein“ die Gewichtung „1“: Unternehmen können ohne Angabe von Gründen von den Kodexanregungen abweichen und erfüllen den Kodex dennoch – vorausgesetzt, sie setzen sämtliche Bestimmungen und Empfehlungen in vollem Umfang um.

3) Der Erfüllungsgrad „Keine Angaben“ wird gleich gewichtet wie der Erfüllungsgrad „Nein“. Für diese Kodexziffern kann sich die Öffentlichkeit kein genaues Bild darüber machen, ob sie vom jeweiligen Unternehmen umgesetzt werden oder nicht. Zu Bestimmungen und Empfehlungen, zu denen die Unternehmen keine Angaben machen, wird das „Keine Angaben“ mit einer „0“ gewichtet, bei Anregungen wiederum mit einer „1“.

4) Der letzte Erfüllungsgrad „Nein mit Begründung“ ist nur für Empfehlungen vorgesehen. Für jene Empfehlungen, von denen Unternehmen abweichen und dies unter Angabe von Gründen in der Entsprechenserklärung kenntlich machen, bekommt der Erfüllungsgrad die Gewichtung „1“. Von Bestimmungen dürfen Unternehmen nicht abweichen, tun sie es unter Angabe von Gründen dennoch, so erhält der Erfüllungsgrad die Gewichtung „0“. Der Erfüllungsgrad von Anregungen wird, unabhängig von seiner Ausprägung, immer mit einer „1“ gewichtet.

Es ergeben sich somit folgende Gewichtungen für die unterschiedlichen Erfüllungsgrade („Ja“, „Nein“, „Keine Angaben“, „Nein mit Begründung“):

Für den Erfüllungsgrad „Ja“:

Bestimmung: 1, Empfehlung: 1, Anregung: 1.

Für „Nein“:

Bestimmung: 0, Empfehlung: 0, Anregung: 1.

Für „Keine Angaben“:

Bestimmung: 0, Empfehlung: 0, Anregung : 1.

Für „Nein mit Begründung“:

Bestimmung: 0, Empfehlung: 1, Anregung: 1.

In folgendem Schritt werden die Bestimmungen, Empfehlungen und Anregungen verschieden gewichtet. Bestimmungen werden höher eingestuft als Empfehlungen und Anregungen und

erhalten den höchsten Gewichtungsfaktor „3“, Empfehlungen erhalten den Gewichtungsfaktor „2“ und Anregungen den Gewichtungsfaktor „1“.

Zusammenfassend: (1) Erfüllt ein Unternehmen einen Punkt im vollen Umfang und macht dies kenntlich, so erhält es einen hohen „Corporate Governance Wert“ (Gewichtung „1“ für „Ja“ oder „Nein mit Begründung“), erfüllt es die Regel nicht, oder ist es anhand der Unterlagen nicht möglich zu sagen ob die Ziffer umgesetzt wurde, so erhält es einen niedrigen Wert (Gewichtung „0“ für „Nein“ oder „Keine Angaben“). Für Anregungen gilt: unabhängig davon, welchen Erfüllungsgrad sie haben: der Wert für diese liegt für sie immer bei „1“. (2) Die Bestimmungen, Empfehlungen und Anregungen werden mit „3“, „2“ und „1“ gewichtet.

Anschließend werden die Gewichtungen der verschiedenen Kodexausprägungen („1“, „2“, oder „3“) mit dem Erfüllungsgrad der Umsetzung („0“ oder „1“) multipliziert. Aus der Summe dieser Multiplikationen wird ersichtlich, wie gut das jeweilige Unternehmen den Corporate Governance Codex umgesetzt hat und dies in den Unternehmensunterlagen kenntlich gemacht hat. Beispielhaft soll an dieser Stelle der zweite Abschnitt des CGKI aufgeführt werden. Der Abschnitt „2. Aktionäre und Hauptversammlung“ besteht aus 10 Kodexziffern, die in 19 Punkte aufgeteilt wurden. Hierbei handelt es sich um 12 Bestimmungen, vier Empfehlungen und drei Anregungen. Die höchste zu erzielende Punktzahl für diesen Abschnitt ist somit:

$12 \text{ (Bestimmungen)} * 3 \text{ (Gewichtung für Bestimmungen)} * 1 \text{ (Gewichtung für alle erfüllten Bestimmungen)} = 36$

$4 \text{ (Empfehlungen)} * 2 \text{ (Gewichtung für Empfehlungen)} * 1 \text{ (Gewichtung für alle erfüllten Empfehlungen)} = 8$

$3 \text{ (Anregungen)} * 1 \text{ (Gewichtung für Anregungen)} * 1 \text{ (Gewichtung für alle erfüllten Anregungen)} = 3$

Erfüllt ein Unternehmen den 2. Abschnitt des Kodex zu 100%, erreicht es 47 von 395 Punkten = 11,9%. Es galt, für jedes Unternehmen 72 Bestimmungen, 79 Empfehlungen und 21 Anregungen zu untersuchen. Die maximal erreichbare Punktzahl beträgt 395, von diesen sind 216 den Bestimmungen zuzuschreiben, 158 den Empfehlungen und 21 den Anregungen.

Der dritte Abschnitt „3. Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat“ besteht nach der Anpassung durch die immobilienpezifische CG Initiative aus dreizehn Kodexziffern (3.1 bis 3.10). Diese wurden in 15 zu untersuchende Bestimmungen, sechs Empfehlungen und vier Anregungen aufgeteilt. Die maximal zu erzielende „CG Punktzahl“ liegt hier somit bei 61 (15,44% aller Punkte). Abschnitt „4. Vorstand“ besteht aus insgesamt siebzehn Kodexziffern (4.1.1 bis 4.3.6.i). Diese wurden in 20 zu untersuchende Bestimmungen, 19 Empfehlungen und drei Anregungen aufgeteilt. Setzt ein Unternehmen alle Kodexteile um und macht dies kenntlich, so ergibt sich eine Punktzahl von 101 (25,57% aller Punkte). Punkt „5. Aufsichtsrat“ besteht insgesamt aus fünfundzwanzig Ziffern (5.1 bis 5.6) und wurde in 55 zu untersuchende Punkte unterteilt. Hiervon sind 15 Bestimmungen (erzielbare Punkte 45), 31 Empfehlungen (62 Punkte) und neun Anregungen (9 Punkte). Somit ergibt sich eine maximale Punktzahl von 116 (29,37% aller Punkte). Abschnitt „6. Transparenz“ besteht aus neun Kodexziffern (6.1 bis 6.8) und wurde aufgeteilt in drei Bestimmungen, sieben Empfehlungen und eine Anregung. Die erzielbare Punktzahl beträgt somit 24 Punkte (6,08% aller Punkte). Der letzte Abschnitt „7. Rechnungsle-

gung und Abschlussprüfung“ umfasst zehn Kodexziffern (7.1.1 bis 7.2.4) und wurde in sieben Bestimmungen, 12 Empfehlungen und eine Anregung gegliedert. Ist die Umsetzung dieser Punkte erfolgt und kenntlich gemacht worden, so erhält das Unternehmen 46 Punkte (11,64% aller Punkte).

Eine zusätzliche, individuelle Gewichtung der 7 Oberpunkte erscheint wenig sinnvoll, da dieser schon mit der Gewichtung der einzelnen Bestimmungen, Empfehlungen und Anregungen entsprochen wurde. Ebenso wenig erscheint es sinnvoll, die sieben Punkte anders aufzuteilen als es bereits im Kodex geschehen ist, da sich die bestehende Aufteilung als sinnvoll und übersichtlich bewährt hat.

### 4.2.3 Interviews mit Entscheidungsträgern

Zweites Instrument des empirischen Teils der Untersuchung sind qualitative Interviews mit ausgewählten Entscheidungsträgern. Die Ergebnisse der empirischen Studie wurden zusammengefasst und Entscheidungsträgern aus dem Bereich der Immobilienwirtschaft und wichtigen Experten aus dem CG-Bereich präsentiert,<sup>353</sup> um zu den zentralen Ergebnissen Stellung zu nehmen. Die Ergebnisse der Interviews sind in das fünfte Kapitel mit eingeflossen.

Bei der Auswahl der Interviewpartner wurde darauf geachtet, dass ein möglichst breites Wissensspektrum abgedeckt wurde. Die Interviewpartner bestanden sowohl aus „Praktikern“ als auch aus „Wissenschaftlern“. Bei den Praktikern handelte es sich um Herrn Olivier Elamine, CEO der alstria office REIT-AG, Herrn Ulrich Höller, Vorsitzender des Vorstandes der DIC ASSET AG, Herrn Hans Thomas Kessler, Partner bei SJ Berwin in Frankfurt und Leiter der deutschen Real Estate Gruppe, Frau Daniela Mattheus, Senior Managerin bei KPMG, Herrn Dr. Michael Vogelbacher, Partner der Quissenz GmbH, bei den Wissenschaftlern um Herrn Reinhart C. Bartholomäi, Vorsitzender des Ethikausschusses RICS Deutschland, Herrn Richard Reed, Deakin University, Melbourne, Australien. Beiden Gruppen können Wolfgang Schäfers, Sprecher des Vorstands der IVG Immobilien, Herr Jörn Stobbe, Rechtsanwalt und Partner bei der Clifford Chance Partnerschaftsgesellschaft, Axel von Goldbeck, Sprecher der Geschäftsführung Zentraler Immobilien Ausschuss e.V. und Herr Dolf Weber, ehemaliger Rechtsanwalt und Partner bei der Clifford Chance Partnerschaftsgesellschaft von Rechtsanwälten und aktueller Vorstandsvorsitzender, Stiftung der Hessischen Rechtsanwaltschaft zugeordnet werden.

Mit einigen der Interviewpartner wurde generell über die „Corporate Governance“ Thematik gesprochen, andere wurden mit den Ergebnissen der empirischen Studie konfrontiert. Namentlich handelte es sich um die Herren Olivier Elamine, Ulrich Höller, Wolfgang Schäfers, Jörn Stobbe und Dolf Weber.<sup>354</sup>

Die Wissenschaftler wurden um ihr Urteil gebeten, inwieweit der Kodexgedanke mit der Realität vereinbar ist. Das betraf vor allem Herrn Dolf Weber, der maßgeblich an der Ausarbeitung des DCGK mitgewirkt hat. Den Praktikern wiederum galt die Frage, ob die Ergebnisse mit ihrer Wahrnehmung des Kodexes übereinstimmen. Es handelt sich um fünf Interviews mit hochqua-

---

<sup>353</sup> Vgl. Fragebogen Experteninterviews (2012), Anhang 2.

<sup>354</sup> Vgl. Anhänge 3 bis 7.

lifizierten Vertretern aus Praxis und Theorie, die eine wichtige Ergänzung und Interpretation der quantitativen Ergebnisse der Untersuchung zum Umsetzungsgrad darstellen.

### **4.3 Empirische Studie**

Die empirische Studie besteht aus zwei Teilen. Im ersten werden die Unternehmen des Samples betrachtet, ihre Performance bei der Umsetzung des Kodex und die dazu gemachten Angaben. Welches Unternehmen hat den Kodex berücksichtigt und dies kenntlich gemacht? Welches Unternehmen hat keine Angaben zur Kodexumsetzung gemacht oder Kodexteile nicht befolgt? Der Umsetzungsgrad der einzelnen Unternehmen soll anschließend in Relation zur Unternehmensgröße (Marktkapitalisierung), der Aktienperformance und dem Handelsvolumen gesetzt werden und zwar unter der Frage, ob es einen Zusammenhang zwischen diesen drei Variablen und dem Umsetzungsgrad gibt (Punkt „4.3.1 Auswertung der einzelnen Unternehmen“).

Der zweite Teil betrachtet die einzelnen Kodexziffern und versucht, mögliche Muster im Umgang der untersuchten Unternehmen mit ihnen aufzuspüren. Interessant sind hierbei alle Zifferausprägungen: welche Kodexziffern befolgt ein Großteil der Unternehmen und macht diese Umsetzung kenntlich? Welche Ziffern werden nicht umgesetzt und bei welchen ist die Umsetzung unklar? Das Augenmerk liegt somit nicht nur auf den Bestimmungen, Empfehlungen und Anregungen, die nicht umgesetzt wurden („Nein“) und jenen, zu denen die Unternehmen keine Angaben gemacht haben („Keine Angabe“ / K. A.), sondern auch auf denen, die von der Mehrheit umgesetzt werden („Ja“). Die Empfehlungen, von denen die Unternehmen unter Angabe von Gründen besonders oft abgewichen sind, werden ebenfalls genauer betrachtet („Nein mit Begründung“ / N. m. B.) (4.3.3 Umsetzung der Empfehlungen).

#### **4.3.1 Auswertung der einzelnen Unternehmen**

Der Umsetzungsgrad des DCGK, insbesondere in seiner immobilienpezifischen Fassung, ist in der vorliegenden Arbeit in einem ersten Schritt auf die untersuchten Unternehmen bezogen worden. Mit der, unter Punkt 4.2.2 dargestellten Methode wurde jener für die 24 Immobilien AGs gewichtet quantifiziert. Dabei ergibt sich folgende Reihung hinsichtlich des Umsetzungsgrades:



**Tabelle 5: Umsetzungsgrad des CGKI nach Unternehmen**

Unternehmen	Umsetzungsgrad CGKI
Colonia Real Estate AG	92,66%
IVG Immobilien AG	90,89%
YOUNIQ AG	86,58%
Hamborner REIT AG	84,56%
PATRIZIA Immobilien AG	83,80%
MAGNAT Real Estate AG	83,54%
IFM Immobilien AG	83,04%
POLIS Immobilien AG	82,28%
DIC Asset AG	80,25%
Deutsche Wohnen AG	78,73%
TAG Immobilien AG	77,97%
Bau-Verein zu Hamburg AG	77,72%
GBW AG	76,96%
Deutsche Immobilien Holding AG	76,46%
alstria office REIT-AG	75,95%
GAG Immobilien AG	74,94%
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	74,94%
IMW Immobilien AG	73,42%
Franconofurt AG	73,42%
ESTAVIS AG	72,41%
BBI Immobilien AG	68,86%
Deutsche EuroShop AG	63,29%
Schlossgartenbau AG	62,03%
Rathgeber AG	33,92%

Quelle: Eigene Berechnungen.<sup>355</sup>

Die Tabelle zeigt die Reihenfolge der Immobilienunternehmen nach „Umsetzungsgrad“ des immobilien-spezifischen Kodex. Es wird unmittelbar eine große Spannweite von fast vollständiger Umsetzung zu einer Umsetzung von einem Drittel des DCGK bzw. des CGKI deutlich. Die Colonia Real Estate AG, auf Platz eins der Tabelle mit einem Umsetzungsgrad von 92,66%, hat fast alle Kodexziffern umgesetzt und dies in den entsprechenden Unternehmenspublikationen kenntlich gemacht. Auf dem zweiten und dritten Platz folgen die Unternehmen IVG Immobilien AG und YOUNIQ AG mit Umsetzungsgraden von 90,89% und 86,58%. Am Ende der Tabelle befinden sich die Unternehmen Deutsche EuroShop AG (63,29%), Schlossgartenbau AG (62,03%) und Rathgeber AG (33,92%). Der niedrige Umsetzungsgrad der Rathgeber AG ist nicht verwunderlich: Das Unternehmen hat für das Geschäftsjahr 2010 angegeben, den DCGK nicht zu befolgen. Diese Weigerung lässt jedoch nur auf eine Nichteinhaltung der Empfehlungen schließen. Die Bestimmungen der Kodizes müssen trotzdem befolgt werden. Die Rathgeber AG hat weder zu den Bestimmungen noch zu den Empfehlungen und Anregungen in den öffentlich zugänglichen Unterlagen Stellung genommen.

<sup>355</sup> Vgl. Anhang 8.

Welche Aussagekraft haben diese Prozentzahlen? Sie ermöglichen es, Unternehmen zu identifizieren, die aus CG-Sicht für eine Zertifizierung in Frage kommen, die Zertifizierung selbst wird von der „Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V.“ durchgeführt. Für Investoren, die Wert auf eine transparente Unternehmensdarstellung legen, gibt diese Rangliste einen Hinweis auf ihre möglichen Investitionen. Aber was unterscheidet Unternehmen mit einem höheren Umsetzungsgrad des CGKI von jenen mit einem niedrigeren? Es bieten sich drei Variablen an, die möglicherweise mit dem Umsetzungsgrad des DCGK bzw. des CGKI in der deutschen Immobilienindustrie verknüpft sein könnten: der Unternehmenswert, die Unternehmensgröße und das Handelsvolumen.

### **Umsetzungsgrad und Unternehmenswert**

Im folgenden Punkt soll untersucht werden ob Umsetzungsgrad und Unternehmenswert miteinander korrelieren. Hierfür werden die Aktienkurse der Unternehmen über einen Zeitraum von zwei Jahren mit dem Umsetzungsgrad verglichen. In der Tabelle 6 sind die untersuchten Unternehmen aufgelistet und der jeweilige Aktienkurs zum 30.12.2010, 30.12.2011 und 28.12.2012, den jeweils letzten Börsentage dieser Jahre. Die Annahme lautet, dass die Unternehmensaktien, die für das Geschäftsjahr 2010 einen hohen Umsetzungsgrad aufweisen sich besser entwickeln, als jene, deren Unternehmen einen niedrigen Umsetzungsgrad aufweisen. Die Aktien von der Bau-Verein zu Hamburg AG und der Rathgeber AG wurden am 28.12.2012 nicht mehr gehandelt.

**Tabelle 6: Aktienkurse der Unternehmen zum 30.12.2010, 30.12.2011 und 28.12.2012 in Euro**

Unternehmen	30.12.2010	30.12.2011	28.12.2012
ESTAVIS AG	1,788	1,945	1,750
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	1,860	1,877	2,142
MAGNAT Real Estate AG	2,200	0,680	0,240
Franconofurt AG	7,003	7,250	8,061
BBI Immobilien AG	11,900	10,250	13,222
IMW Immobilien AG	6,800	5,006	2,950
Bau-Verein zu Hamburg AG	3,770	3,990	-
YOUNIQ AG	13,000	6,216	4,860
IFM Immobilien AG	9,005	8,245	11,157
Deutsche Immobilien Holding AG	1,465	1,479	2,518
POLIS Immobilien AG	7,824	9,451	10,730
Schlossgartenbau AG	565,000	590,000	633,000
Rathgeber AG	1.750,000	2.000,000	-
Colonia Real Estate AG	5,540	3,058	4,608
PATRIZIA Immobilien AG	3,800	3,424	6,497
Hamborner REIT AG	7,750	6,340	7,496
DIC Asset AG	8,256	5,134	7,305
TAG Immobilien AG	6,299	6,131	9,425
GAG Immobilien AG	30,500	33,800	35,900
alstria office REIT-AG	10,180	9,030	9,262
GBW AG	14,100	16,900	22,500
Deutsche Wohnen AG	10,400	10,296	13,981
IVG Immobilien AG	6,500	2,127	1,912
Deutsche EuroShop AG	28,500	24,728	31,663

Quelle: Eigene Darstellung.<sup>356</sup>

In der folgenden Tabelle (Tabelle 7) werden die prozentualen Veränderungen im Aktienkurs im Jahre 2011 und der Umsetzungsgrad gegenübergestellt, um zu überprüfen, ob ein statistisch relevanter Zusammenhang zwischen diesen beiden Variablen existiert. Anzumerken ist an dieser Stelle, dass dieses Vorgehen eine vereinfachte Darstellung der Realität ist. Es vernachlässigt u. a. Dividendenzahlungen und Kapitalerhöhungen, die bei REITs aufgrund der Gesetzeslage überdurchschnittlich häufig vorkommen.

<sup>356</sup> Die Daten für die Mehrheit der Unternehmen stammen von der Homepage der Deutschen Börse (<http://www.boerse-frankfurt.de/de/start>). Abgefragt wurde jeweils der „Letzter Stand des Tages - Frankfurt“. Die Daten für die Bau-Verein zu Hamburg AG, Deutsche Immobilien Holding AG, Schlossgartenbau AG, Rathgeber AG und GBW AG stammen von der Homepage <http://www.wallstreet-online.de/>.

**Tabelle 7: Veränderung des Aktienwertes (30.12.2010 / 30.12.2011) und Umsetzungsgrad des CGKI nach Unternehmen**

Unternehmen	Veränderung	Umsetzungsgrad CGKI
MAGNAT Real Estate AG	-69,09%	83,54%
IVG Immobilien AG	-67,28%	90,89%
YOUNIQ AG	-52,18%	86,58%
Colonia Real Estate AG	-44,80%	92,66%
DIC Asset AG	-37,81%	80,25%
IMW Immobilien AG	-26,38%	73,42%
Hamborner REIT AG	-18,19%	84,56%
BBI Immobilien AG	-13,87%	68,86%
Deutsche EuroShop AG	-13,24%	63,29%
alstria office REIT-AG	-11,30%	75,95%
PATRIZIA Immobilien AG	-9,89%	83,80%
IFM Immobilien AG	-8,44%	83,04%
TAG Immobilien AG	-2,67%	77,97%
Deutsche Wohnen AG	-1,00%	78,73%
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	0,91%	74,94%
Deutsche Immobilien Holding AG	0,96%	76,46%
Franconofurt AG	3,53%	73,42%
Schlossgartenbau AG	4,42%	62,03%
Bau-Verein zu Hamburg AG	5,84%	77,72%
ESTAVIS AG	8,78%	72,41%
GAG Immobilien AG	10,82%	74,94%
Rathgeber AG	14,29%	33,92%
GBW AG	19,86%	76,96%
POLIS Immobilien AG	20,79%	82,28%

Quelle: Eigene Darstellung.

Die zu beantwortende Frage ist, ob mit steigendem Umsetzungsgrad der Aktienkurs des jeweiligen Unternehmens ebenfalls steigt, da Investoren verstärkt in jene investieren. Bei einer Samplegröße von  $n = 24$  resultiert ein sehr niedriger p-Wert von 0,0124 und damit deutlich ein 10% Signifikanz-Niveau. Es ergibt sich somit zwar eine hohe Korrelation zwischen Veränderung des Aktienwertes und Umsetzungsgrad des CGKI, jedoch negativ: je höher der Umsetzungsgrad des CGKI, umso schlechter die Performance der Aktien. Anhand dieser Ergebnisse lässt sich somit nicht belegen, dass „je transparenter die Corporate Governance des Unternehmens insbesondere auch im Verhältnis zu seinen Mitbewerbern ist, desto eher sind die Investoren bereit, in dieses Unternehmen zu investieren.“<sup>357</sup> Eine weitere Annahme könnte lauten: je besser die Performance eines Unternehmens, desto weniger Wert legt es auf eine transparente Unternehmensführung. Der Zusammenhang zwischen dem Aktienkurs Ende 2012 gegenüber Ende 2010 und dem Umsetzungsgrad ist hingegen nicht signifikant (p-Wert 0,2814).

<sup>357</sup> Dörner / Orth (2005), S. 12.

### Umsetzungsgrad und Unternehmensgröße

Ordnet man die untersuchten Unternehmen nach Größe gemessen als Marktkapitalisierung und korreliert diese Rangfolge mit der des Umsetzungsgrades des CGKI, ergibt sich folgendes Bild:

**Tabelle 8: Marktkapitalisierung und Umsetzungsgrad des CGKI nach Unternehmen**

Unternehmen	Veränderung	Umsetzungsgrad CGKI
MAGNAT Real Estate AG	-69,09%	83,54%
IVG Immobilien AG	-67,28%	90,89%
YOUNIQ AG	-52,18%	86,58%
Colonia Real Estate AG	-44,80%	92,66%
DIC Asset AG	-37,81%	80,25%
IMW Immobilien AG	-26,38%	73,42%
Hamborner REIT AG	-18,19%	84,56%
BBI Immobilien AG	-13,87%	68,86%
Deutsche EuroShop AG	-13,24%	63,29%
alstria office REIT-AG	-11,30%	75,95%
PATRIZIA Immobilien AG	-9,89%	83,80%
IFM Immobilien AG	-8,44%	83,04%
TAG Immobilien AG	-2,67%	77,97%
Deutsche Wohnen AG	-1,00%	78,73%
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	0,91%	74,94%
Deutsche Immobilien Holding AG	0,96%	76,46%
Franconofurt AG	3,53%	73,42%
Schlossgartenbau AG	4,42%	62,03%
Bau-Verein zu Hamburg AG	5,84%	77,72%
ESTAVIS AG	8,78%	72,41%
GAG Immobilien AG	10,82%	74,94%
Rathgeber AG	14,29%	33,92%
GBW AG	19,86%	76,96%
POLIS Immobilien AG	20,79%	82,28%

Quelle: Eigene Darstellung.

Die zu beantwortende Frage ist, ob bei höher werdender Marktkapitalisierung der Umsetzungsgrad ebenfalls steigt. Bei einer Samplegröße von  $n = 24$  ergibt sich ein sehr hoher p-Wert von 0,9718. Der p-Wert müsste einen Wert von unter 0,1 haben, um ein 10% Signifikanz-Niveau zu erreichen - die Wahrscheinlichkeit, dass die Korrelation zwischen Marktkapitalisierung und Umsetzungsgrad zufällig ist, würde dann immer noch 10% betragen. Es besteht somit für die untersuchten Unternehmen absolut kein Zusammenhang zwischen Marktkapitalisierung und Umsetzungsgrad des CGKI. Dies erscheint verwunderlich, da zum einen die größeren Unternehmen mehr Ressourcen zur Verfügung haben sollten als die kleineren, um die Kodizes in ihrer Geschäftspraxis zu verankern und zum anderen auf Grund ihrer Größe mehr im öffentlichen Interesse stehen. Nimmt man die Rathgeber AG aus der Untersuchung heraus, denn diese setzt nach eigenen Angaben die Kodizes nicht um, so ergibt sich ein p-Wert von 0,5746. Zwar

liegt dieser Wert unter dem ersten, aber auch er ist weit von dem zulässigen Höchstwert von 0,1 entfernt. Als Schlussfolgerung lässt sich eindeutig feststellen, dass in dem hier untersuchten Sample die Größe der Immobilienunternehmen keinen Einfluss auf den Umsetzungsgrad des CGKI hat. Diese Ergebnisse haben angesichts der Tatsache, dass alle, aus Sicht der Marktkapitalisierung, relevanten Unternehmen in die Untersuchung aufgenommen wurden, durchaus eine Aussagekraft für den DIMAX. Aber spielt das Handelsvolumen im Zusammenhang mit dem Umsetzungsgrad eine Rolle? Diese Frage soll im nächsten Punkt untersucht werden.

### Umsetzungsgrad und Handelsvolumen

Ordnet man die untersuchten Unternehmen nach Handelsvolumen und korreliert diese Rangfolge mit der des Umsetzungsgrades des CGKI, ergibt sich folgendes Bild:

**Tabelle 9: Handelsvolumen und Umsetzungsgrad des CGKI nach Unternehmen**

Unternehmen	Veränderung	Umsetzungsgrad CGKI
MAGNAT Real Estate AG	-69,09%	83,54%
IVG Immobilien AG	-67,28%	90,89%
YOUNIQ AG	-52,18%	86,58%
Colonia Real Estate AG	-44,80%	92,66%
DIC Asset AG	-37,81%	80,25%
IMW Immobilien AG	-26,38%	73,42%
Hamborner REIT AG	-18,19%	84,56%
BBI Immobilien AG	-13,87%	68,86%
Deutsche EuroShop AG	-13,24%	63,29%
alstria office REIT-AG	-11,30%	75,95%
PATRIZIA Immobilien AG	-9,89%	83,80%
IFM Immobilien AG	-8,44%	83,04%
TAG Immobilien AG	-2,67%	77,97%
Deutsche Wohnen AG	-1,00%	78,73%
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	0,91%	74,94%
Deutsche Immobilien Holding AG	0,96%	76,46%
Franconofurt AG	3,53%	73,42%
Schlossgartenbau AG	4,42%	62,03%
Bau-Verein zu Hamburg AG	5,84%	77,72%
ESTAVIS AG	8,78%	72,41%
GAG Immobilien AG	10,82%	74,94%
Rathgeber AG	14,29%	33,92%
GBW AG	19,86%	76,96%
POLIS Immobilien AG	20,79%	82,28%

Quelle: Eigene Darstellung.

Zieht man die Rathgeber AG in die Berechnungen mit ein, so ergibt sich ein p-Wert von 0,1267 der knapp über dem Höchstwert von 0,1 liegt. Ohne die Rathgeber AG ergibt sich ein Wert von 0,0760. Diese Werte sind nicht nur deutlich aussagekräftiger als jene, die beim Korrelieren zwischen Marktkapitalisierung und Umsetzungsgrad entstehen; ohne die Rathgeber AG ist der Zu-

sammenhang bei einem 10% Signifikanz-Niveau sogar signifikant positiv. Es besteht somit ein positiver kausaler Zusammenhang zwischen Handelsvolumen und Umsetzungsgrad, das heißt, je öfter die Aktien eines Unternehmens gehandelt werden, um so mehr Wert legen die Unternehmen auf eine transparente Unternehmensdarstellung. In diesem Zusammenhang wäre eine genauere Untersuchung der Besitzverhältnisse interessant, um folgender Hypothese nachzugehen: Ist ein Unternehmen hauptsächlich in der Hand von Familien und der Streubesitz somit gering – die Unternehmensaktien wechseln seltener den Besitzer – spielen die Aktionäre und somit CG eine untergeordnete Rolle. Das Prinzipal-Agenten Problem stellt sich weniger akut, die Besitzer der Unternehmen müssen sich gegenüber den Aktionären weniger rechtfertigen und Transparenz spielt eine geringere Rolle als bei einem Unternehmen, dessen breite Aktionärsstruktur eine nachvollziehbare Unternehmensführung einfordert.

Die Annahme liegt nahe, dass auch die Besitzverhältnisse einen Einfluss auf den Umsetzungsgrad des CGKI haben könnten. So haben kleinere Unternehmen tendenziell die Eigenschaft, dass sich wenige ihrer Aktien im Streubesitz befinden und der Rest meist von (wenigen) Großaktionären gehalten wird. Dies bedeutet, dass die Aktien von kleineren Unternehmen weniger gehandelt werden und sie somit nicht so stark im Interesse der Öffentlichkeit stehen. Allerdings ist es schwierig die genauen Besitzverhältnisse festzustellen, dies ist in den meisten Fällen nur unregelmäßig über Ad hoc Meldungen möglich.<sup>358</sup>

### **Zwischenbemerkung zur Auswertung der einzelnen Unternehmen**

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Betrachtung des Umsetzungsgrades des DCGK bzw. des CGKI in einzelnen Unternehmen durchaus sinnvoll erscheint. Hierbei werden Unternehmen identifiziert, die Wert auf eine „gute CG“ oder zumindest auf eine transparente Unternehmensdarstellung legen. Auch haben die Korrelationen gezeigt, dass Unternehmen, deren Aktien häufiger gehandelt werden, tendenziell einen höheren Umsetzungsgrad aufweisen als Unternehmen, deren Aktien sich wahrscheinlich hauptsächlich im Familienbesitz befinden. Der Zusammenhang zwischen Umsetzungsgrad und Unternehmensgröße ist hingegen nicht signifikant.

Weder diese noch andere Korrelationen zwischen relevanten Variablen für Immobilienunternehmen und dem Umsetzungsgrad sind jedoch mit kausalen Zusammenhängen zu verwechseln.<sup>359</sup> Der DCGK bzw. der CGKI beziehen sich auf eine Vielzahl von Handlungsfeldern und der Umsetzungsgrad fasst eine komplexe Realität in eine einzige Kennziffer. Korreliert man sie mit anderen Variablen, die die Performance der Unternehmen widerspiegeln, bleibt unklar, wer wen bedingt. Erwirtschaften Unternehmen mehr Vermögen durch einen hohen Umsetzungsgrad? Oder weisen Unternehmen einen hohen Umsetzungsgrad auf, da sie sich CG „leisten“ können? Oder hängen beide dieser Faktoren von einem dritten Faktor ab, der nicht Teil des hier entworfenen Rahmens ist?

---

<sup>358</sup> Vgl. Meister (2009), S. 10.

<sup>359</sup> Werder argumentiert, die Annahme eines positiven Zusammenhangs zwischen CG und Unternehmenserfolg sei zwar durchaus plausibel, einfache Ursache-Wirkungs-Aussagen seien jedoch angesichts der zahlreichen Systemelemente von Governance und den vielen anderen Wirkfaktoren sowie der komplexen Wechselwirkungen zwangsläufig problematisch. Vgl. Werder (2009), S. 25.

Ökonometrische Analysen liefern mit hoher Wahrscheinlichkeit sinnhaft relevante Ergebnisse, wenn genau abgrenzbare Phänomene korreliert werden, die zeitlich nahe beieinander liegen.<sup>360</sup> So erscheint es sinnvoll, den Aktienkurs eines Unternehmens an gewisse singuläre Ereignisse wie etwa die Veröffentlichung von Ad-Hoc Mitteilungen zu koppeln und die Auswirkung letzterer auf ersteren zu untersuchen und damit bestimmte wirtschaftstheoretische Hypothesen zu untersuchen.<sup>361</sup> Gleiches gilt für die Einflüsse einzelner CG-Eigenschaften. Hierzu gehört beispielweise der (positive) Zusammenhang zwischen den von den CEOs gehaltenen Unternehmensanteilen und dem Unternehmenswert<sup>362</sup> und der negative<sup>363</sup> zwischen der Anzahl der Vorstandsmitglieder und dem Unternehmenswert.<sup>364</sup> Auch die positiven Zusammenhänge zwischen der Ankündigung die Anzahl der „outside directors“ auf mindestens drei zu erhöhen und dem Aktienkurs und der Gesamtkonzernleistung wurden empirisch schon untersucht.<sup>365</sup> Schwieriger wird es, mit einer Regressionsanalyse mit den Variablen „Umsetzungsgrad“ der Kodizes und Aktienperformance zu sinnhaft interpretierbaren Ergebnissen zu gelangen.

Zwar wurde der Zusammenhang zwischen dem – anders als in dieser Arbeit gemessenen – CG-Umsetzungsgrad und der Unternehmensperformance in Deutschland schon untersucht,<sup>366</sup> aber diese Untersuchungen bieten berechtigten Anlass zur Kritik. Erscheint ein Zusammenhang zwischen von der Unternehmensführung gehaltenen Anteilen, die somit direkt von einem höheren Aktienkurs profitieren, und Unternehmenswert noch stringent, so ist ein direkter Zusammenhang zwischen Umsetzungs- bzw. Befolungsgrad und Unternehmenswert nicht zuverlässig aus statistisch relevanten Korrelationen abzuleiten. Die in den Umsetzungsgrad einfließenden Faktoren sind zu vielfältig, um bestimmen zu können, ob dieser als Ganzes einen Einfluss auf den Aktienkurs oder die Gewinne eines Unternehmens hat. In dieser Arbeit wurden die untersuchten Unternehmensunterlagen (Jahresabschlüsse, Internetauftritte, Geschäftsordnungen) außerdem zu unterschiedlichen Zeitpunkten veröffentlicht und somit auch zu unterschiedlichen Zeitpunkten untersucht. Gewiss haben bestimmte einzelne der untersuchten veröffentlichten Kennzahlen Einfluss auf den Aktienkurs von Unternehmen, die aggregierten Daten die für die Untersuchung des Umsetzungsgrades herangezogen wurden haben aber höchstens einen Einfluss auf langfristige Investitionsentscheidungen; Hierzu Schäfers: „Es gibt auf dem Kapitalmarkt, gerade auf dem Immobiliensektor, aber auch in anderen Branchen, spezialisierte Nachhaltigkeitsfonds, die nur in Kodex befolgende und zertifizierte Unternehmen investieren dürfen.“<sup>367</sup>

Die Frage möglicher kausaler Zusammenhänge zwischen Umsetzungsgrad auf der einen Seite und Unternehmenswert, Unternehmensgröße bzw. Handelsvolumen auf der anderen ist in den Fragenkatalog aufgenommen worden, mit dem die Experten konfrontiert wurden, um ihre

---

<sup>360</sup> Dubben / Beck-Bornholdt (2006).

<sup>361</sup> Röder beispielsweise misst die Informationswirkung und die Informationseffizienz von Ad hoc-Meldungen, vgl. Röder (1999), S. 244.

<sup>362</sup> Vgl. Chung / Pruitt (1996); Kohl (2009).

<sup>363</sup> Es wurde auch schon ein positiver Zusammenhang zwischen Anzahl der Vorstandsmitglieder und dem Unternehmenswert hergestellt, vgl. Larmou / Vafeas (2010); Saibaba / Ansari (2012).

<sup>364</sup> Vgl. Yermack (1996); Kohl (2009).

<sup>365</sup> Vgl. Dahya / McConnell (2007), S. 535.

<sup>366</sup> Vgl. Drobetz / Schillhofer / Zimmermann (2004).

<sup>367</sup> Interview Schäfers (2012), Anhang 5.



Sicht aufgrund gründlicher Erkenntnisse und Erfahrungen als qualitative Ergebnisse in der Arbeit mit zu diskutieren.<sup>368</sup>

Die bisherigen Ergebnisse der Untersuchung bieten einen Wechsel des Blickwinkels an. Statt auf die einzelnen Unternehmen abzustellen und deren Umsetzungsgrad des CGKI, soll im Folgenden der Umsetzungsgrad der einzelnen Ziffern quer durch unser Sample betrachtet und überprüft werden, ob sich Verteilungsmuster ergeben, die sich sinnhaft interpretieren lassen.

#### 4.3.2 Auswertung der einzelnen Kodexziffern

Im Folgenden werden die Bejahung, Verneinung oder fehlenden Angaben aller Unternehmen des Samples bei den einzelnen Kodexziffern erhoben. Die Kodexziffern, die von über einem Viertel der Unternehmen missachtet wurden („Nein“) oder zu denen jene keine Angaben gemacht haben (K. A.) sind „**fett**“ kenntlich gemacht. Die Darstellung folgt der Sequenz der Kodexziffern im CGKI.

#### Präambel

Die Präambel klärt, für welche Unternehmen der Kodex Anwendung finden soll, die damit auch Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit sind: alle Unternehmen, die dem Deutschen Immobilienaktienindex angehören, also börsennotierte Aktiengesellschaften, die das Immobiliengeschäft betreiben<sup>369</sup> mit Hauptsitz in Deutschland.

#### Aktionäre und Hauptversammlung

**Tabelle 10: Umsetzung der zweiten Kodexziffer des CGKI**

Punkt	Kodexziffer	A / E / B	Inhalt	Ja	Nein	K. A.	N.m.B
1	2.1.1.	B1	Ausübung der Rechte der Aktionäre	95,83%	0,00%	4,17%	0,00%
2	2.1.2.	B2	Eine Stimme pro Aktie	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3	2.2.1 (I)	B3	Vorlage Jahresabschluss und Konzernabschluss	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4	2.2.1 (II)	B4	Aktionäre haben ihre Aufgaben ausgeübt	95,83%	0,00%	4,17%	0,00%
5	2.2.1 (III)	B5	Aktionäre haben ihre Aufgaben ausgeübt (II)	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6	2.2.1 (IV)	B6	Billigung Vergütungssystem der Vorstandsmitglieder	58,33%	0,00%	<b>41,67%</b>	0,00%
7	2.2.2.	B7	Bezugsrecht bei Ausgabe neuer Aktien	87,50%	4,17%	8,33%	0,00%
8	2.2.3.	B8	Teilnahme Hauptversammlung	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
9	2.2.4 (I)	B9	Zügige Abwicklung der Hauptversammlung	79,17%	0,00%	20,83%	0,00%
10	2.2.4 (II)	A1	Dauer der Hauptversammlung: 4 bis 6 Stunden	0,00%	4,17%	<b>95,83%</b>	0,00%
11	2.3.1 (I)	B10	Hauptversammlung einmal jährlich	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
12	2.3.1 (II)	B11	Rechte der Aktionärsminoritäten	66,67%	0,00%	<b>33,33%</b>	0,00%
13	2.3.1 (III)	B12	Veröffentlichung auf der Internetseite	83,33%	12,50%	0,00%	4,17%
14	2.3.2.	E1	Einberufung zur Hauptversammlung	16,67%	4,17%	<b>54,17%</b>	25,00%
15	2.3.3 (I)	E2	Erleichterung der persönlichen Wahrnehmung der Rechte	91,67%	4,17%	4,17%	0,00%
16	2.3.3 (II)	E3	Briefwahl	16,67%	20,83%	<b>33,33%</b>	29,17%
17	2.3.3 (III)	E4	Vertreter für die Ausübung des Stimmrechts	83,33%	4,17%	8,33%	4,17%
18	2.3.3 (IV)	A2	Erreichbarkeit während der Hauptversammlung	41,67%	8,33%	<b>45,83%</b>	4,17%
19	2.3.4	A3	Moderne Kommunikationsmedien	4,17%	20,83%	<b>66,67%</b>	8,33%

Quelle: Eigene Darstellung.<sup>370</sup>

<sup>368</sup> Vgl. Kapitel 5, Kapitel 6 und Anhang 3 bis Anhang 7.

<sup>369</sup> Vgl. CGKI (2010), S. 4.

<sup>370</sup> Für eine detaillierte Darstellung vgl. Anhang 8.

Schon bei der Analyse der zweiten Kodexziffer fällt auf, dass es anhand der Unternehmensunterlagen in den meisten Fällen möglich ist zu bestimmen, ob die Kodexbestimmungen umgesetzt worden sind. Für die Bestimmungen liegt der Umsetzungsgrad hoch, bei sieben von zwölf bei über 90%. Obwohl es sich um gesetzliche Regelungen handelt, an die sich die Unternehmen ohnehin halten müssen, machen sie diese Tatsachen explizit kenntlich. Es stellt sich schon hier die Frage, auf die noch ausführlich einzugehen sein wird, ob es nicht sinnvoll wäre, die Bestimmungen aus dem Kodex zu streichen. Besondere Aufmerksamkeit gilt außerdem, anhand der „fett“ markierten Stellen, sieben von 19 untersuchten Punkten. Der erste ist Punkt 6: Fast die Hälfte der Unternehmen macht keine Angaben darüber, ob die Hauptversammlung über die Billigung des Systems der Vergütung der Vorstandsmitglieder beschlossen hat. Wird es von den Unternehmen als selbstverständlich erachtet, dass die Hauptversammlung über die Billigung des Systems der Vergütung der Vorstandsmitglieder beschließt oder kommen die Unternehmen dieser Bestimmung nicht nach und wollen hierzu keine Angaben machen?

Zu der ersten Anregung des Kodexes (Punkt 10) machen über 90% der Unternehmen keine Angaben; so gut wie kein Unternehmen gibt an, wie lange die Hauptversammlung gedauert hat und ob der Versammlungsleiter sich davon hat leiten lassen, dass eine ordentliche Hauptversammlung spätestens nach vier bis sechs Stunden beendet sein sollte. Eine mögliche Interpretation ist, dass Punkt 10 von den Unternehmen offenbar als irrelevant erachtet wird. Es ist zwar durchaus vertretbar und kodexkonform, dass die Unternehmen keine Angaben zu den Anregungen machen, eine „Keine-Angaben-Quote“ von über 90% lässt jedoch Zweifel an der Sinnhaftigkeit der Kodexziffer aufkommen.

Die elfte Bestimmung (Punkt 12) des Kodexes „Rechte der Aktionärsminderheiten“ war sehr schwer zu überprüfen. Die Information war einzig und allein in den Einladungen zu den Hauptversammlungen zu finden. Dennoch konnte man für ein Drittel der Unternehmen diesen Punkt nicht klar beantworten. Hier stellt sich wie bei Punkt 10 die Frage: Waren Aktionärsminderheiten berechtigt, die Einberufung einer Hauptversammlung und die Erweiterung der Tagesordnung zu verlangen? Oder sind Unternehmen ohne Angabe von Gründen von diesem Punkt abgewichen?

Gilt in der immobilienpezifischen Version des CGK, und der alten des DCGK Veröffentlichungspflicht auf der Internetseite für die Einberufung der Hauptversammlung, die Tagesordnung, die vom Gesetz für die Hauptversammlung verlangten Berichte und Unterlagen einschließlich des Geschäftsberichts und die Formulare für Briefwahl (Punkt 13), so wurde diese Kodexziffer in der DCGK Fassung vom 15. Mai 2012 leicht abgeändert. Streng genommen hätte diese Ziffer jedes Mal verneint werden müssen, wenn ein Unternehmen keine Briefwahl anbot. Bei der empirischen Erhebung der Daten wurde diese Kodexziffer schon in ihrer neuen Fassung interpretiert.<sup>371</sup>

Bei den zwei Empfehlungen (Punkt 14 und 16) ist den Unternehmen unter Umständen nicht hinreichend klar, dass sie auf Empfehlungen eingehen müssen, die sie nicht befolgen. Gerade

---

<sup>371</sup> „Die Einberufung sowie die vom Gesetz für die Hauptversammlung verlangten Berichte und Unterlagen einschließlich des Geschäftsberichts sind für die Aktionäre leicht erreichbar auf der Internetseite der Gesellschaft zusammen mit der Tagesordnung zugänglich zu machen, sofern sie den Aktionären nicht direkt übermittelt werden. Das Gleiche gilt, wenn eine Briefwahl angeboten wird, für die Formulare, die dafür zu verwenden sind.“, DCGK (2012), S. 3f.

mal ein Viertel erklärt unter Angabe von Gründen bei Punkt 14 (Übermittlung der Einberufung der Hauptversammlung mitsamt den Einberufungsunterlagen auf elektronischem Wege), warum sie diese Ziffer nicht erfüllen. Der Verdacht liegt nahe, dass die über 50% der Unternehmen, die keine Angaben machen, diese Ziffer ebenfalls nicht befolgt haben. Diese Zahlen sind im Einklang mit den Dax und MDax Unternehmen, bei denen die Verhältnisse ähnlich liegen. Die Umstellung von der traditionellen Post auf die kostengünstige Elektronik wird aber verstärkt vorangetrieben.<sup>372</sup> In der aktuellsten DCG-Kodexversion vom 15. Mai 2013 wurde die Empfehlung der digitalen Übermittlung mittlerweile ersatzlos gestrichen.

Besondere Verwirrung herrscht anscheinend bezüglich Punkt 16. Ein Teil der Unternehmen unterstützt die Aktionäre bei der Briefwahl und der Stimmrechtsvertretung und macht dies kenntlich (16,67%). Ein Viertel der Unternehmen gibt keine Option zur Briefwahl, geht aber nicht auf die Gründe ein (20,83%). Ein knappes Drittel verhält sich kodexkonform und begründet, warum diese Ziffer nicht respektiert wird (N. m. B. 29,17%). Ein weiteres Drittel der Unternehmen (33,33%) macht keine Angaben. Hier liegt anscheinend ebenfalls eine Fehlinterpretation vor. Zwar unterstützen viele Unternehmen die Aktionäre durch die Bereitstellung eines Stimmrechtvertreters, bieten aber keine Briefwahl an.<sup>373</sup>

Nimmt man als Beispiel die Kodexziffer 2.3.3, die aus drei Empfehlungen und einer Anregung besteht, wird ein erstes Problem des Kodexes deutlich, das Nebeneinander von mehreren Sachverhalten. Es stellt sich die Frage: Wie müssen sich Unternehmen bei Nichterfüllung nur eines Teils der Ziffer verhalten? Haben sie durch die Nichtbefolgung die ganze Ziffer nicht erfüllt? Oder dürfen sie einzelne Teile nicht befolgen und erfüllen dennoch die Ziffer als Ganzes? In einer Studie haben Rapp und Wolff in Entsprechenserklärungen von Dax und MDax Unternehmen diesen Sachverhalt untersucht. Sie kommen dabei zu dem Ergebnis, dass bei MDax Unternehmen die Nichterfüllung der Kodexziffer 2.3.3 zu 80% an der zweiten Empfehlung liegt („Auch bei der Briefwahl und der Stimmrechtsvertretung soll die Gesellschaft die Aktionäre unterstützen“) und zu 20% an der dritten Empfehlung („Der Vorstand soll für die Bestellung eines Vertreters für die weisungsgebundene Ausübung des Stimmrechts der Aktionäre sorgen“).<sup>374</sup> Der empirische Teil dieser Arbeit trägt diesem Umstand Rechnung. In Anlehnung an die „Checkliste Deutscher Corporate Governance Kodex“ von Clifford Chance vom Juni 2010 werden nicht die einzelnen Ziffern des DCGK bzw. des CGKI untersucht, sondern sie werden in die einzelnen Bestimmungen, Empfehlungen und Anregungen unterteilt. Viele Unternehmen machen keine Angaben zu den einzelnen Bestimmungen, Empfehlungen oder Anregungen sondern zu ganzen Kodexziffern. Sinnvoller und verständlicher wäre es, im Falle von Kodexziffer 2.3.3 auf die vier Teile einzeln einzugehen (2.3.3 (I), 2.3.3 (II), 2.3.3 (III), 2.3.3 (IV)), anstatt zu versuchen, zur gesamten Ziffer Stellung zu nehmen.

Die Angaben zur Briefwahl sind sehr lückenhaft und alles andere als zufriedenstellend. Es wäre angesichts der heute weit verbreiteten Informationstechnologien zu überlegen, den Aktionären

---

<sup>372</sup> Vgl. Flämig (2012), S. 10.

<sup>373</sup> Auch diese Empfehlung (Punkt 16) wurde aus der DCGK-Fassung vom 15. Mai 2012 komplett gestrichen. Die hohen Nicht-Angabe-Quoten und die hohen Abweichungen unter Nennung der Gründe spielen in Zukunft für ähnliche Untersuchungen keine Rolle mehr. Der Teil die Stimmrechtvertretung betreffend wurde zur Kodexziffer 2.3.3 (I) hinzugefügt, der Teil die Briefwahl betreffend wurde gestrichen, da er faktisch eine Wiederholung der Kodexziffer 2.3.1 (III) war.

<sup>374</sup> Vgl. Rapp / Wolff (2012), S. 8.

die Möglichkeiten zu geben, ihre Stimmen auch Online abzugeben. Einige der Dax Unternehmen bieten diese Möglichkeit schon an.<sup>375</sup> Generell scheint sich die Briefwahl immer häufiger in den großen deutschen Aktiengesellschaften durchzusetzen. 16 der Dax Unternehmen hatten 2012 die Briefwahl angeboten, elf weitere hatten das Instrument schon in ihrer Satzung verankert, auch bei über 50% der MDax Unternehmen war dies der Fall. Es scheint außerdem, dass die Briefwahl, sei es per Post oder elektronisch, einen immer höheren Stellenwert gegenüber dem Stimmrechtvertreter einnimmt und, dass die Privatanleger eine potenziell immer größere Rolle spielen. Dennoch ist zu beobachten, dass viele der Dax und MDax-Werte ihren Aktionären erst seit kurzem die Möglichkeit einer Briefwahl anbieten.<sup>376</sup> Bis sich diese auch in den etwas kleineren, kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen durchsetzt, wird erfahrungsgemäß noch etwas Zeit vergehen.

Über 40% der Unternehmen haben zwar dafür gesorgt, dass ein Vertreter für die weisungsgebundene Ausübung des Stimmrechts der Aktionäre während der Hauptversammlung erreichbar war (Punkt 18), fast die Hälfte der Unternehmen jedoch machen hierzu keine Angaben.

Gleich hohe Nicht-Angabequoten gelten für die dritte Anregung des Kodex (Punkt 19). Zwei Drittel der Unternehmen macht keine Angaben dazu, ob die Aktionäre die Möglichkeit hatten, die Hauptversammlung über moderne Kommunikationsmedien zu verfolgen. Schon nach der Untersuchung des ersten Abschnitts zeigt sich somit, dass die Unternehmen besonders oft zu den Anregungen keine Stellung nehmen, vielleicht weil sie diese als irrelevant erachten.

### **Methodische Zwischenbemerkung**

Bei den Ziffern mit hoher Ablehnung oder mangelnder Angabe stellt sich die Frage nach den Gründen, oder genauer, was diesen Ziffern gemeinsam sein könnte und diese hohen negativen Werte auslöst. Mögliche Gründe könnten sein: Sie werden als zu sensibel betrachtet, um darüber Auskunft geben zu wollen. Oder im Gegenteil als zu wenig relevant. Handelt es sich um eine Rückständigkeit in der Unternehmenskultur? Auch wird danach zu fragen sein, welchen Unterschied es macht, ob es sich um eine Bestimmung, Empfehlung oder Anregung handelt.

Die wissenschaftliche Aussagekraft der Argumente, die bei den einzelnen Ziffern für einen dieser Gründe in dieser Arbeit vorgetragen werden, stützt sich auf Plausibilität eines qualitativen, interpretativen Verfahrens. Interpretationsmaterial sind dabei die hier diskutierten Daten der empirischen Untersuchung, im weiteren Verlauf der Arbeit die Ergebnisse anderer Untersuchungen und allgemeiner des Stands des wissenschaftlichen Diskurses zu den angesprochenen Fragen und die Aussagen von Wissenschaftlern und Praktikern in den Experteninterviews. Die Muster, die sich in den Verteilungen der Befolgungsgrade in der empirischen Untersuchung ergeben zusammen mit der wissenschaftlichen Diskussion und den Experteninterviews stützen die Aussagen der vorliegenden Arbeit jenseits eines subjektiven, beliebigen Wähnens.

---

<sup>375</sup> Vgl. Heismann / Schwerdtfeger / Reimer / Riedl / Schürmann (2012), S. 84.

<sup>376</sup> Vgl. Flämig (2012), S. 10.

## Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat

Einige der Ziffern aus dem dritten Abschnitt wurden gemeinsam untersucht.<sup>377</sup>

**Tabelle 11: Umsetzung der dritten Kodexziffer des CGKI**

Punkt	Kodexziffer	A / E / B	Inhalt	Ja	Nein	K. A.	N.m.B
20	3.1	B13	Zusammenarbeit Vorstand und Aufsichtsrat	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
21	3.1.i	IE1	Überwachung Geschäfte von abhängigen Gesellschaften	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
22	3.2	B14	Abstimmung der strategischen Ausrichtung	95,83%	0,00%	4,17%	0,00%
23	3.3 & 3.3.i	B15, 16, IB1	Zustimmungsvorbehalte zugunsten des Aufsichtsrats	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
24	3.4 (I)	B17	Ausreichende Informationsversorgung des Aufsichtsrats	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
25	3.4 (II)	B18	Informationen für den Aufsichtsrat	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
26	3.4 (III)	B19	Abweichungen vom Geschäftsverlauf	66,67%	0,00%	<b>33,33%</b>	0,00%
27	3.4 (IV)	E5	Informations- und Berichtspflichten des Vorstandes	41,67%	0,00%	<b>58,33%</b>	0,00%
28	3.4 (V)	B20	Berichte in Textform	91,67%	0,00%	8,33%	0,00%
29	3.4 (VI)	B21	Zuteilung von entscheidungsnotwendigen Unterlagen	87,50%	0,00%	12,50%	0,00%
30	3.5	B22, 23, 24	Offene Diskussion zwischen Vorstand und Aufsichtsrat	91,67%	0,00%	8,33%	0,00%
31	3.6 (I)	A4	Mitbestimmte Aufsichtsräte	4,17%	0,00%	<b>95,83%</b>	0,00%
32	3.6 (II)	A5	Sitzungen des Aufsichtsrats ohne den Vorstand	20,83%	25,00%	<b>54,17%</b>	0,00%
33	3.7 (I)	B25	Stellungnahme bei Übernahmeangeboten	83,33%	0,00%	16,67%	0,00%
34	3.7 (II)	B26, 27	Gewöhnlicher Geschäftsverkehr	83,33%	0,00%	16,67%	0,00%
35	3.7 (III)	A6	Einberufung außerordentliche Hauptversammlung	75,00%	4,17%	20,83%	0,00%
36	3.8 (I)	B28, 29, 30	Ordnungsgemäße Unternehmensführung	79,17%	0,00%	20,83%	0,00%
37	3.8 (II)	B31	Selbstbehalt bei den D&O-Versicherungen / Vorstand	58,33%	0,00%	<b>41,67%</b>	0,00%
38	3.8 (III)	E6	Selbstbehalt bei den D&O-Versicherungen / Aufsichtsrat	20,83%	0,00%	<b>33,33%</b>	45,83%
39	3.9	B32	Gewährung von Krediten an Vorstand und Aufsichtsrat	33,33%	0,00%	<b>66,67%</b>	0,00%
40	3.9i	IE2, IE3	Immobilienengeschäfte zwischen Vorstand / Aufsichtsrat	33,33%	0,00%	<b>66,67%</b>	0,00%
41	3.10 (I)	E7	Bericht über Corporate Governance	91,67%	8,33%	0,00%	0,00%
42	3.10 (II)	B33	Abweichungen von Empfehlungen	95,83%	4,17%	0,00%	0,00%
43	3.10 (III)	A7	Stellungnahme zu Kodexanregungen	8,33%	<b>91,67%</b>	0,00%	0,00%
44	3.10 (IV)	E8	Veröffentlichung alter Entsprechenserklärungen	79,17%	20,83%	0,00%	0,00%

Quelle: Eigene Darstellung.<sup>378</sup>

<sup>377</sup> Ziffer 3.3 wurde von Clifford Change in zwei Bestimmungen unterteilt. Da es sich aber um eine gesetzliche Vorschrift (§ 111 Abs. 4 AktG) und eine Konkretisierung gesetzlicher Vorschriften („Hierzu gehören Entscheidungen oder Maßnahmen, die die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage des Unternehmens grundlegend verändern.“) handelt, wurden sie zusammen mit dem immobilienpezifischen Punkt 3.3.i als nur eine Bestimmung untersucht (Punkt 23).

Punkt 30: An dieser Stelle wurden die drei Bestimmungen von Clifford Change (vgl. Clifford Change Partnerschaftsgesellschaft (2010), S. 12.) vom Autor zu einer zu untersuchenden Bestimmung zusammengelegt. Der Punkt, in dem es um die Gewährleistung der Vertraulichkeit geht, wird auch von anderen Institutionen aufgegriffen. Die INREV 5.2.1.7 Richtlinien schreiben allerdings vor, dass die Verschwiegenheitspflicht Bestandteil der Unternehmenssatzung sein sollte (vgl. INREV (2008)).

Punkt 34: An dieser Stelle wurden die zwei Bestimmungen von Clifford Change (vgl. Clifford Change Partnerschaftsgesellschaft (2010), S. 13) zu einer zu untersuchenden Bestimmung zusammengelegt, da es sich um die gleiche gesetzliche Vorschrift handelt (§ 33 WpÜG). Diese Bestimmung wurde mittlerweile etwas abgeschwächt. In der Kodexversion vom 15. Mai 2012 lautet der Text: „Der Vorstand darf nach Bekanntgabe eines Übernahmeangebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte, soweit solche Handlungen nicht nach den gesetzlichen Regelungen erlaubt sind. Bei ihren Entscheidungen sind Vorstand und Aufsichtsrat an das beste Interesse der Aktionäre und des Unternehmens gebunden.“ (DCGK (2012), S. 5.)

Punkt 36: Auch hier wurden die drei Bestimmungen von Clifford Change (vgl. Clifford Change Partnerschaftsgesellschaft (2010), S. 13f.) zu einer zu untersuchenden Bestimmung zusammengelegt, da es sich um die gleichen gesetzlichen Vorschriften handelt (§§ 93, 116 AktG).

<sup>378</sup> Für eine detaillierte Darstellung vgl. Anhang 8.

Neun der 24 untersuchten Punkte sollten somit im Folgenden genauer betrachtet werden. Zu der Bestimmung, nach welcher der Vorstand auf Abweichungen des Geschäftsverlaufs von aufgestellten Plänen und Zielen unter Angabe von Gründen eingehen soll, macht genau ein Drittel der Unternehmen keine Angaben (Punkt 26). Es ist immer unangenehm, eingestehen zu müssen, die aufgestellten Pläne und Ziele nicht erreicht zu haben und somit ist es der Weg des geringeren Widerstands, dazu einfach keine Angaben zu machen.

Zu der Empfehlung, der Aufsichtsrat solle die Informations- und Berichtspflichten des Vorstands näher festlegen (Punkt 27), machen fast 60% keine Angaben. Da die meisten Unternehmen die Geschäftsordnungen für Vorstand und Aufsichtsrat nicht veröffentlichen, kann für knapp 60% der Unternehmen keine Antwort gegeben werden, ob sie diese Empfehlung einhalten oder nicht, aber die hohe Quote von fehlenden Angaben lässt vermuten, dass diese Empfehlung weithin nicht befolgt wird. Dass zu dieser Empfehlung so oft keine Angaben gemacht werden, könnte wohlwollend so interpretiert werden, dass dieser Punkt der vierte Teil der Kodexziffer 3.4 ist und somit in einigen Fällen einfach überlesen wird. Plausibler aber erscheint die Annahme, dass wenn es um eine kontrollierende Regelung des Verhältnisses Vorstand - Aufsichtsrat geht, die Auskunftsbereitschaft rapide sinkt.

Wie bei der zweiten Kodexziffer fallen auch bei der dritten, drei der vier Anregungen besonders ins Auge. Auf die Anregungen aus den Punkten 31 (in mitbestimmten Aufsichtsräten haben die Vertreter der Aktionäre und der Arbeitnehmer die Sitzungen des Aufsichtsrats jeweils gesondert, gegebenenfalls mit Mitgliedern des Vorstands, vorbereitet...) und 32 (...Der Aufsichtsrat hat bei Bedarf ohne den Vorstand getagt) muss nicht eingegangen werden, dennoch könnten die hohen Nicht-Angabe-Quoten in der deutschen Immobilienunternehmenskultur (95,83% für Punkt 31, 54,17% für Punkt 32) als Hinweis auf ein mangelndes Vertrauensverhältnis zwischen Vorstand und Aufsichtsrat gewertet werden. Diese zweite Anregung (Punkt 32) wurde bereits in der Kodexversion vom 15. Mai 2012 zu einer Empfehlung hochgestuft, was angesichts der hohen Nichtangaben zu begrüßen ist. In Zukunft müssen Unternehmen unter Angabe von Gründen auf eine Abweichung eingehen.

Auch die Angaben zur D&O-Versicherung sind lückenhaft. Über 40% der Unternehmen machen keine Angaben zur Bestimmung die Vorstands-D&O-Versicherung betreffend (Punkt 37), und ein Drittel keine Angaben zu der entsprechenden Empfehlung (Punkt 38). Bei Punkt 37 wäre es interessant herauszufinden, ob die Unternehmen zu der Kodexziffer keine Angaben machen, weil sie sie nicht befolgen, oder ob es für sie selbstverständlich ist, dass, falls die Gesellschaft für den Vorstand eine D&O-Versicherung abgeschlossen hat, ein Selbstbehalt von mindestens 10% des Schadens bis mindestens zur Höhe des Eineinhalbfachen der festen jährlichen Vergütung des Vorstandsmitglieds vereinbart worden ist. In einem übersichtlichen und vollständigen Vergütungsbericht sollten diese Angaben eigentlich enthalten sein. Bei Punkt 38 (In einer D&O-Versicherung für den Aufsichtsrat ist ein entsprechender Selbstbehalt vereinbart worden) könnte es wiederum sein, dass die Unternehmen noch nicht genügend Zeit hatten, diesen Kodexteil in die Praxis umzusetzen. Eine solche Angabe sollte sonst ebenfalls im Vergütungsbericht zu finden sein. Auch zu der Bestimmung und Empfehlung der Kodexziffer 3.9 (Punkte 39 und 40) macht die Mehrheit der Unternehmen keine Angaben. Für Punkt 39 gilt es, die Sinnhaftigkeit dieser Bestimmung zu erfragen. Warum sonst machen so viele Unternehmen

keine Angaben dazu, ob die Gewährung von Krediten des Unternehmens an Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats sowie ihre Angehörigen der Zustimmung des Aufsichtsrats bedürft hat? Eine mögliche Erklärung könnte hierbei auch sein, dass im Falle der D&O-Versicherung und der Gewährung von Krediten an Vorstand und Aufsichtsrat den Beteiligten die Transparenz zu weit geht. Es handelt sich um sensible Daten, deren Nichtpreisgabe offenbar in den Augen der Akteure einen geringeren Preis hat als ihre Veröffentlichung. Bei dem immobilienpezifischen Punkt 40 gilt es zu erfragen, ob die Unternehmen hier keine Angaben machen wollen, oder ob sie diesen Punkt einfach nicht befolgen. Die Unternehmen sind nicht verpflichtet, den immobilienpezifischen Kodex zu befolgen und demnach auch nicht dazu angehalten, zu den immobilienpezifischen Empfehlungen Stellungen zu nehmen wenn sie diese nicht befolgen. Die analysierten Immobilienkapitalgesellschaften sollten allerdings den auf ihren Wirtschaftszweig angepassten, Kodex befolgen. Es wird anhand der Analyse der folgenden Punkte interessant sein zu sehen, inwieweit die Unternehmen den CGKI überhaupt befolgen.

Der letzte Punkt, der durch eine hohe Nicht-Angabe-Quote auffällt (Punkt 43) ist wieder eine Anregung: Über 90% der Unternehmen haben im CG Bericht keine Stellung zu eventuellen Anregungsabweichungen genommen. Hier stellt sich die Frage nach der Sinnhaftigkeit dieser Ziffer: Sollte sie zu einer Empfehlung umgewandelt werden oder lieber gleich ganz gestrichen werden, und wollen hier die Unternehmen keine Angaben machen oder befolgen sie diesen Punkt einfach nicht? Kodexziffer 3.10 hat in der Version vom 15. Mai 2012 Änderungen erfahren.<sup>379</sup> Der Corporate Governance Bericht soll in Zukunft in Zusammenhang mit der Erklärung zur Unternehmensführung veröffentlicht werden. Die Veröffentlichung eines Corporate Governance Berichtes bleibt aber nach wie vor eine Empfehlung und ist für die Unternehmen somit nicht verpflichtend.<sup>380</sup>

## Vorstand

Auch einige der Ziffern aus dem vierten Abschnitt wurden gemeinsam untersucht.<sup>381</sup> Andere Kodexziffern haben im DCGK mittlerweile Anpassungen erfahren<sup>382</sup> und eine der Kodexziffern wurde nicht in den immobilienpezifischen Kodex übernommen.<sup>383</sup>

<sup>379</sup> Hierbei handelt es sich hauptsächlich um orthographische Änderungen, der Inhalt sowie die Form (B / E / A) der einzelnen Kodexteile sind gleich geblieben.

<sup>380</sup> Vgl. DCGK (2012), S. 6.

<sup>381</sup> Punkt 53: Hier wurden die zwei Empfehlungen von Clifford Change (vgl. Clifford Change Partnerschaftsgesellschaft (2010), S. 16f.) zu einer zu untersuchenden Empfehlung zusammengelegt, da die beiden Empfehlungen im CGK mit „und“ verbunden sind.

Punkt 54: Da diese Empfehlungen die gleiche gesetzliche Vorschrift (§ 77 Abs. 2 AktG) als Grundlage haben, wurden diese zu einer zu untersuchenden Empfehlung zusammengefasst.

Punkt 56: Die Empfehlungen 16 und 17 von Clifford Change (vgl. Clifford Change Partnerschaftsgesellschaft (2010), S. 17) wurden zu einer Empfehlung zusammengefasst.

Punkt 59: An dieser Stelle wurden die Empfehlungen 18 und 19 zu einer zusammengefasst; so soll der externe Vergütungsexperte sowohl unabhängig vom Vorstand (Empfehlung 18) als auch vom Unternehmen sein (Empfehlung 19) (vgl. Clifford Change Partnerschaftsgesellschaft (2010), S. 16f.).

Punkt 69: Hierbei handelt es sich um drei Empfehlungen, die zusammen untersucht wurden.

<sup>382</sup> Punkt 59: Auch hier hat der DCGK zu Recht Anpassungen erfahren. So stellt der Kodex in der Fassung vom 15. Mai 2012 klar, dass das Aufsichtsratsplenum die jeweilige Gesamtvergütung der einzelnen Vorstandsmitglieder festsetzt. Nur falls ein Ausschuss bestehen sollte, der die Vorstandsverträge behandelt, soll dieser dem Aufsichtsratsplenum Vorschläge unterbreiten. In der vorherigen Kodexversion galt diese Kodexziffer als nicht erfüllt, wenn es kein solches Gremium gab.

**Tabelle 12: Umsetzung der vierten Kodexziffer des CGKI**

Punkt	Kodexziffer	A / E / B	Inhalt	Ja	Nein	K. A.	N.m.B
45	4.1.1	B34	Nachhaltige Wertschöpfung	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
46	4.1.2	B35	Strategische Ausrichtung des Unternehmens	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
47	4.1.3	B36	Einhaltung gesetzlicher Bestimmungen	91,67%	0,00%	8,33%	0,00%
48	4.1.4	B37	Risikomanagement und Risikoccontrolling	95,83%	0,00%	4,17%	0,00%
49	4.1.5 (I)	E9	Vielfalt (Diversity) bei Führungspositionen	20,83%	0,00%	<b>70,83%</b>	8,33%
50	4.1.5 (II)	E10	Berücksichtigung von Frauen	20,83%	4,17%	<b>66,67%</b>	8,33%
51	4.2.i (I)	IE4	Einschlägige Immobilienausbildung	83,33%	0,00%	16,67%	0,00%
52	4.2.i (II)	IA1	Immobilienenerfahrung	83,33%	0,00%	16,67%	0,00%
53	4.2.1 (I)	E11, 12	Mehrere Personen im Vorstand / Vorstandssprecher	70,83%	4,17%	0,00%	25,00%
54	4.2.1 (II)	E13, 14, 15	Geschäftsordnung Vorstand	87,50%	0,00%	4,17%	8,33%
55	4.2.2 (I)	B38	Festlegung Gesamtvergütung	87,50%	0,00%	12,50%	0,00%
56	4.2.2 (II)	E16, 17	Vergütungssystem beschlossen und überprüft	75,00%	0,00%	25,00%	0,00%
57	4.2.2 (III)	B39	Gesamtvergütung des Vorstandes	75,00%	0,00%	25,00%	0,00%
58	4.2.2 (IV)	B40	Kriterien für die Angemessenheit der Vergütung	70,83%	0,00%	<b>29,17%</b>	0,00%
59	4.2.2 (V)	E18, 19	Externe Vergütungsexperten	54,17%	0,00%	<b>45,83%</b>	0,00%
60	4.2.3 (I)	B41	Zusammensetzung der Vorstandsvergütung	87,50%	0,00%	12,50%	0,00%
61	4.2.3 (II)	B42	Nachhaltige Unternehmensentwicklung / Vergütung	66,67%	0,00%	<b>33,33%</b>	0,00%
62	4.2.3 (III)	E20	Fixe und variable Vergütungsanteile	83,33%	4,17%	8,33%	4,17%
63	4.2.3 (IV)	B43	Mehrfährige Bemessungsgrundlage bei variabler Vergütung	62,50%	12,50%	20,83%	4,17%
64	4.2.3 (V)	E21	Ausgestaltung der variablen Vergütungsanteile	50,00%	8,33%	25,00%	16,67%
65	4.2.3 (VI)	B44	Immobilien-geschäfte zwischen Vorstand / Aufsichtsrat	70,83%	0,00%	<b>29,17%</b>	0,00%

Punkt 69: Diese Kodexziffer wurde in der Kodexversion aus dem Jahre 2012 um eine wichtige Passage ergänzt: „Wird der Anstellungsvertrag aus einem, von dem Vorstandsmitglied zu vertretenden wichtigen Grund beendet, erfolgen keine Zahlungen an das Vorstandsmitglied.“ (DCGK (2012), S. 8.) Es wurde somit eine neue Bestimmung eingefügt, die zwingend von den Unternehmen umgesetzt werden muss.

Punkt 71: Bei dieser Kodexziffer wurden mittlerweile die Wörter „einmalig“ und „sodann über“ eingefügt. Inhaltlich ist die Kodexziffer unverändert geblieben.

Punkt 73: Bei dieser Kodexziffer wurde mittlerweile das fälschlicherweise eingefügte „kann“ entfernt. Auch in der DCGK Version vom 26. Mai 2010 war diese Passage schon eine Bestimmung, die durch eine gesetzliche Vorschrift gestützt wurde.

Punkt 74: Diese Kodexziffer hat ebenfalls Anpassungen erfahren. In der Kodexversion vom 15. Mai 2012 steht: „Die Offenlegung erfolgt im Anhang oder im Lagebericht. In einem Vergütungsbericht als Teil des Lageberichtes werden die Grundzüge des Vergütungssystems für die Vorstandsmitglieder dargestellt. Die Darstellung soll in allgemein verständlicher Form erfolgen.“ (DCGK (2012), S. 8.) Aus einer Empfehlung („Die Offenlegung soll in einem Vergütungsbericht erfolgen“) ist somit eine Bestimmung geworden („Die Offenlegung erfolgt im Anhang oder im Lagebericht“). Der Vergütungsbericht soll jetzt nicht mehr Bestandteil des CG-Berichtes sein, sondern die Vergütung muss im Anhang oder im Lagebericht erfolgen.

<sup>383</sup> Punkt 60: An dieser Stelle des immobilien-spezifischen CGK fehlt ein ganzer Absatz, der für diese Arbeit aus dem Deutschen Corporate Governance Kodex übernommen wurde. Im DCGK Kodex steht unter Punkt 4.2.3: „Die Gesamtvergütung der Vorstandsmitglieder umfasst die monetären Vergütungs-teile, die Versorgungszusagen, die sonstigen Zusagen, insbesondere für den Fall der Beendigung der Tätigkeit, Nebenleistungen jeder Art und Leistungen von Dritten, die im Hinblick auf die Vorstandstätigkeit zugesagt oder im Geschäftsjahr gewährt wurden.“ (DCGK (2010), S. 7.).



66	4.2.3 (VII)	B45	Bericht über Corporate Governance	66,67%	8,33%	20,83%	4,17%
67	4.2.3 (VIII)	E22, 23	Variable Vergütungsanteile	33,33%	12,50%	<b>41,67%</b>	12,50%
68	4.2.3 (XI)	B46	Stellungnahme zu Kodexanregungen	54,17%	4,17%	<b>41,67%</b>	0,00%
69	4.2.3 (X)	E 24, 25, 26	Abfindungs-Cap	45,83%	8,33%	20,83%	25,00%
70	4.2.3 (XI)	E27	Change of Control	37,50%	20,83%	<b>37,50%</b>	4,17%
71	4.2.3 (XII)	E28	Information über Grundzüge des Vergütungssystems	83,33%	12,50%	0,00%	4,17%
72	4.2.4 (I)	B47, 48	Offenlegung von Vorstandsvergütung	87,50%	12,50%	0,00%	0,00%
73	4.2.4 (II)	B49	Nicht Offenlegung der Vergütung bei Dreiviertelmehrheit	83,33%	0,00%	16,67%	0,00%
74	4.2.5	E29, 30	Offenlegung als Teil des CG Berichts	70,83%	20,83%	0,00%	8,33%
75	4.3.1	B50	Wettbewerbsverbot für Vorstandsmitglieder	70,83%	8,33%	20,83%	0,00%
76	4.3.2	B51	Keine Zuwendungen für Vorstandsmitglieder	75,00%	0,00%	25,00%	0,00%
77	4.3.3	B52	Verpflichtung gegenüber dem Unternehmensinteresse	83,33%	0,00%	16,67%	0,00%
78	4.3.4 (I)	E31	Offenlegung von Interessenskonflikten	83,33%	0,00%	16,67%	0,00%
79	4.3.4 (II)	B53	Geschäfte zwischen Unternehmen und Vorstand	83,33%	0,00%	16,67%	0,00%
80	4.3.4 (III)	E32	Zustimmung des Aufsichtsrats bei Geschäften	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
81	4.3.5	E33	Zustimmung des Aufsichtsrats bei Nebentätigkeiten	25,00%	0,00%	<b>66,67%</b>	8,33%
82	4.3.6.i (I)	IA2	Vermeidung von Interessenskonflikten bei Immo.-Geschäfte	70,83%	4,17%	25,00%	0,00%
83	4.3.6.i (II)	IB2	Interessen des Unternehmens	83,33%	0,00%	16,67%	0,00%
84	4.3.6.i (III)	IE5	Privat durchgeführte Immobiliengeschäfte	4,17%	0,00%	<b>95,83%</b>	0,00%
85	4.3.6.i (IV)	IE6	Vermeidung von Interessenskonflikten	70,83%	0,00%	<b>29,17%</b>	0,00%
86	4.3.6.i (V)	IA3	Verfahrensregeln für den Einzelfall	25,00%	0,00%	<b>75,00%</b>	0,00%

Quelle: Eigene Darstellung.<sup>384</sup>

Von den 42 untersuchten Punkten verdienen 13, bei denen die Unternehmen nicht genug Informationen geliefert haben, um die Umsetzung der jeweiligen Ziffer beurteilen zu können, eine genauere Betrachtung. Bei Kodexziffer 4.1.5 kann in über zwei Drittel der Fälle nicht beurteilt werden, ob der Vorstand bei der Besetzung von Führungsfunktionen im Unternehmen auf Vielfalt (Diversity) geachtet hat (Punkt 49) und dabei insbesondere eine angemessene Berücksichtigung von Frauen angestrebt hat (Punkt 50). Diese Zahlen stehen im Widerspruch mit der gelebten Realität in den Dax-Unternehmen. Insgesamt 71 Mandate in den Aufsichtsräten, also etwa 28 %, werden von Nicht-Deutschen wahrgenommen; es dominieren Europäer und Nordamerikaner.<sup>385</sup> Die Zahlen bezüglich Berücksichtigung von Frauen spiegeln allerdings auch die aktuelle Situation der Dax 30 Unternehmen wider; hier sind lediglich sechs Prozent der Vorstände weiblich.<sup>386</sup> Auch stehen diese Ergebnisse im Einklang mit einer Studie der IVG Immobilien AG: von 57 befragten Immobilienunternehmen haben 43 (76%) keinen entsprechenden Passus in ihrer Strategie, sieben (12%) haben sich zu der Frage nicht geäußert und lediglich sieben (12%) Unternehmen gaben an, die Frauenförderung explizit als Strategie zu verfolgen.<sup>387</sup>

Der immobilienpezifische Kodex ist dem DCGK bei dem Punkt Ausbildung und ausreichende Erfahrungen (Punkt 51) einen entscheidenden Schritt voraus. So empfiehlt der CGKI schon heute eine ausreichende Ausbildung für die Vorstandsmitglieder,<sup>388</sup> Aufsichtsratsmitglieder sollten immobilienpezifische Kenntnisse besitzen.<sup>389</sup>

Die Umsetzungsgrade der Kodexziffern zur Vergütung liefern starke Hinweise über die Praxis der Unternehmen und ihre (mangelnde) Bereitschaft zur Transparenz, fünf der zwölf Bestandteile der Kodexziffer 4.2.3 können nicht eindeutig beantwortet werden. Die Festsetzung der

<sup>384</sup> Für eine detaillierte Darstellung vgl. Anhang 8.

<sup>385</sup> Vgl. Börsen-Zeitung (2011), S. 7.

<sup>386</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung (2012F), S. 9.

<sup>387</sup> Vgl. IVG Research (2012), S. 5.

<sup>388</sup> Vgl. Ziffer 4.2.i CGKI (2010), S. 7.

<sup>389</sup> Vgl. Ziffer 5.4.i CGKI (2010), S.10.

Vergütung durch den Aufsichtsrat (Punkt 57) ist übliche Praxis und als solche akzeptiert. Wenn allerdings nach persönlicher Leistung, wirtschaftlichem Erfolg, Zukunftsaussichten und Üblichkeit aufgeschlüsselt werden soll (Punkt 58), machen fast 30% keine Angabe.

Ein Drittel der Unternehmen macht keine Angaben dazu, ob die Vergütungsstruktur auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichtet ist (Punkt 61). Zu der Hinzuziehung eines unabhängigen Vergütungsexperten wollen sich 46% nicht äußern. Kein Unternehmen hat exakte Angaben dazu gemacht, ob ein externer Vergütungsexperte engagiert wurde. Für die Fälle, für die der Punkt mit einem „Ja“ beantwortet wurde, wurde die Annahme zugrunde gelegt, dass das Unternehmen keinen Vergütungsexperten beschäftigt hatte und die Zahlen für diese Kodexziffern (54,17% „Ja“) lassen Raum für Interpretationen. Der Anteil an den „K. A.“ könnte somit auch weit über den erhobenen 45,83% liegen. Bei dieser Ziffer ist es nicht ganz klar, warum die Unternehmen nicht auf sie eingehen. Sie müsste aber so umformuliert werden, dass die Unternehmen, die keinen Vergütungsexperten hinzuziehen, zumindest Angaben hierüber in der Entsprechenserklärung machen müssen.

Zwar weist die Kodexziffer 4.2.3 (IV) (Punkt 63) keine gravierenden Abweichungen auf, dennoch stellt sich die Frage: Was wird unter einem mehrjährigen Bemessungsraum verstanden? In vielen Branchen reichen selbst drei oder vier Jahre nicht aus, um den Erfolg einer Strategie oder von Investitionsentscheidungen einschätzen zu können. In Deutschland werden Langfristziele meist über etwa zwei bis vier Jahre angesetzt. Bei langfristigen Strategien wären aber fünf bis neun Jahre angebrachter.<sup>390</sup>

Auch bei den beiden Ziffern, Berücksichtigung nachhaltiger Unternehmensentwicklung und Angemessenheit, bleiben die fehlenden Angaben hoch, obwohl hier ein „Ja“ kein Aufwand darstellen würde. Bei den eindeutig überprüfbaren Fragen nach Cap (Punkt 68) erreichen die fehlenden Angaben 41,7% (K. A.); ein Unternehmen gab sogar an, eine solche Begrenzung nicht implementiert zu haben.

Die Angaben zu Punkt 70 (Höhe des Abfindungs-Caps bei einem Kontrollwechsel) sind sehr ungenau. Knapp über ein Drittel der Unternehmen macht hierzu keine Angaben, ein Unternehmen begründet die Tatsache, dass eine solche Leistung diese Summe übersteigt und ca. 20% der Unternehmen geben im Vergütungsbericht sogar an, dass 150% des Abfindungs-Cap bei einem Kontrollwechsel überstiegen wurden, ohne jedoch hierzu Stellung in der Entsprechenserklärung zu nehmen. Bei dieser Ziffer ist nicht ganz klar, wie das „grundsätzlich“ zu interpretieren ist. Verstößt ein Unternehmen gegen das Gesetz, wenn es keine Begrenzungsmöglichkeit vorsieht oder ist es unter Umständen erlaubt, darauf zu verzichten?

Neben den sehr lückenhaften Angaben zur Vergütung macht der Kodex auch keine Vorschriften zu Pensionsrückstellungen. In der Zeit nach der letzten Finanzkrise lässt sich ein Paradigmenwechsel bei der Bezahlung von Topmanagern zu Ungunsten hoher Boni und hin zu höheren Festgehältern beobachten. Diese Umstellung wirkt sich positiv auf die Altersrückstellungen aus so haben sich die Pensionszusagen für die Chefs der 30 Dax-Konzerne in den vergangenen 15 Jahren auf, im Durchschnitt acht Millionen Euro, mehr als verdoppelt. Diesen Punkt kritisiert

---

<sup>390</sup> Vgl. Grass (2012A), S. 2.

auch der Chef der Corporate-Governance-Kommission Klaus-Peter Müller.<sup>391</sup> Eine Anpassung des Kodexes bei den Pensionsrückstellungen wäre, neben den schon erfolgten zur Offenlegung der Vergütung, somit in Zukunft durchaus vorstellbar.<sup>392</sup>

Bei der Frage nach Nebentätigkeiten (Punkt 81) machen zwei Drittel keine Angabe, wenn es um die Offenlegung privater Geschäfte geht (Punkt 84), 95,8%. Positiv lässt sich sagen, dass offenbar keine falschen Angaben gemacht werden, negativ, dass Gehälter, worauf noch genauer einzugehen sein wird, eine sensible Materie sind und Transparenz kein Leitwert ist.

Punkt 4.3 „Interessenskonflikte“ sind wiederum Vorschriften, bei denen es schwierig war, anhand einer Analyse der Unternehmensunterlagen und Homepages zu Ergebnissen zu kommen. Dabei ist der immobilienpezifische Punkt 4.3.6.i (Punkte 82 bis 86) Punkt 4.3.3 sehr ähnlich, ergänzt ihn aber um die immobilienpezifische Komponente.

Punkt 85: Zwar konnte Punkt 85 für knapp über 70% der Unternehmen mit „Ja“ beantwortet werden, aber die Angabe, dass während des Geschäftsjahres generell keine Interessenskonflikte aufgetreten waren ist denkbar generell gehalten und entsprechend aussageschwach. Ob die Entscheidungsträger dabei den immobilienpezifischen Punkt berücksichtigt haben, oder einfach nur jenen des DCGK, bleibt unklar.

Der CGKI versucht, die Gefahr von Interessenskonflikten ins Bewusstsein der Akteure zu heben und gleichzeitig Leitlinien zu errichten, wie mit ihnen umzugehen sei. Die Ergebnisse der vorliegenden Studie weisen darauf hin, dass er dabei nur teilweise erfolgreich ist und dass die Angaben zu den aufgetretenen Interessenskonflikten problematisch sind.

In dem den Vorstand betreffenden Teil des Kodexes häufen sich die unterlassenen oder fehlerhaften Angaben der Unternehmen (13 von 42, ca. 30%) und zwar besonders bei jenen Ziffern, in denen es um die Vorstandsvergütung geht (55 bis 74). Die Kodexkommission hingegen legt offenbar besonderen Wert auf diesen Teil, anders lässt sich die hohe Anzahl der Bestimmungen, Empfehlungen und Anregungen nicht erklären. Der Kodex verlangt an dieser Stelle besonders detaillierte und ausführliche Angaben, vermutlich wegen der großen Aufmerksamkeit, die Gehälter in den Leitungsgremien der Wirtschaft in den letzten Jahren in der Öffentlichkeit erregt hat.<sup>393</sup> Mehr Transparenz könnte hier ein wichtiger Beitrag der Unternehmen sein, das Vertrauen der Investoren zurückzugewinnen. Dennoch ist die Angaben-Bereitschaft in diesem Bereich nach wie vor sehr begrenzt und viele der Ziffern konnten nur mit einem „K. A.“ beantwortet werden. Mit diesem Verhalten stellen die Unternehmen die Sinnhaftigkeit des Kodexes insgesamt in Frage. Es stellt sich daher an dieser Stelle die Frage: Haben die Unternehmen noch nicht genug Zeit gehabt, um die Kodexanpassungen umzusetzen? Oder betrachten sie Kodizes vorwiegend als kosmetische Operationen, die sie an den Stellen, an denen sie keine Angaben machen wollen, schlicht missachten?

---

<sup>391</sup> Vgl. Fockenbrock (2012A), S.1.

<sup>392</sup> Vgl. Vergleiche hierfür Kodexziffern 4.2.2, 4.2.3 und 4.2.5 sowie die Mustertabellen 1 und 2 des DCGK in der Fassung vom 13. Mai 2013.

<sup>393</sup> Vgl. Abschnitt 5.2.1 „Vergütung“.

Die hohe Quote fehlender Angaben in diesem zentralen Bereich der Governance schwächt den Kodex als ganzen. Wenn nicht auch in sensiblen Bereichen – lässt sich hier als Zwischenergebnis festhalten – die Unternehmen den Kodex ernst nehmen, droht er wesentlich zur kosmetischen Operation degradiert zu werden.

### Aufsichtsrat

Wie in den Abschnitten drei und vier, wurden auch einige der Ziffern aus dem fünften Abschnitt gemeinsam untersucht,<sup>394</sup> einige der Ziffern wurden in der aktuellen Version des DCGK mittlerweile überarbeitet.<sup>395</sup> Die Umsetzung einer Kodexziffer wurde nicht untersucht<sup>396</sup> und ei-

---

<sup>394</sup> Punkt 87: Diesen beiden Bestimmungen sind zusammen untersucht worden, da die allermeisten Unternehmen diese zusammenhängend beantwortet haben.

Punkt 89 und 90: Diese Empfehlungen wurden zusammen untersucht, da Vielfalt und die Berücksichtigung von Frauen von den Unternehmen oft als synonym betrachtet werden.

Punkt 97: Diese beiden Empfehlungen wurden auf Grund ihrer Formulierung ebenfalls zusammen untersucht.

Punkt 113: Die im Clifford Change gewählte Aufteilung wurde bei der Auswertung vom Autor nicht übernommen. Die sieben Empfehlungen (E49 bis E55) wurden zu einer einzigen zu untersuchenden Empfehlung zusammengefasst.

Punkt 130: Da beide Empfehlungen besagen, dass die Informationen im Corporate Governance Bericht enthalten sein müssen, wurden diese zusammen untersucht.

<sup>395</sup> Punkt 98: Diese Anregung ist 2012 zu einer Empfehlung umgewandelt worden.

Punkt 99: Diese Kodexziffer hat leichte Anpassungen erfahren. In der aktuellsten Kodexversion soll der Aufsichtsratsvorsitzende zwischen den Sitzungen mit dem Vorstand Kontakt halten und mit ihm zusätzlich Fragen der Planung, der Risikolage und der Compliance beraten. Die Form der Kodexziffer (Empfehlung) hat sich nicht geändert.

Punkt 104: Auch diese Empfehlung wurde mittlerweile leicht abgeändert. In der aktuellen DCG-Kodexversion steht: „Der Aufsichtsrat soll einen Prüfungsausschuss (Audit Committee) einrichten, der sich insbesondere mit der Überwachung des Rechnungslegungsprozesses, der Wirksamkeit des internen Kontrollsystems und des internen Revisionssystems, der Abschlussprüfung, hier insbesondere der Unabhängigkeit des Abschlussprüfers, der vom Abschlussprüfer zusätzlich erbrachten Leistungen, der Erteilung des Prüfungsauftrags an den Abschlussprüfer, der Bestimmung von Prüfungsschwerpunkten und der Honorarvereinbarung sowie – falls kein anderer Ausschuss damit betraut ist – der Compliance, befasst.“ (DCGK (2012), S. 10.) Der Prüfungsausschuss hat somit zusätzliche Aufgaben übertragen bekommen, und es wird klargestellt, dass der Prüfungsausschuss sich nur mit der Compliance befasst, wenn kein anderer Ausschuss hiermit betraut wurde.

Punkt 106: Diese Anregung, obwohl sie eine der höchsten Anregung-Angabequoten aufweist, wurde in der Kodexversion 2012 zu einer Empfehlung hochgestuft. Unternehmen müssen somit in Zukunft auf die Abweichung dieser Kodexziffer in der Entsprechenserklärung eingehen.

Punkt 110: In der Kodexversion vom 13. Mai 2013 wurde die Ziffer 5.3.4 genauso wie Ziffer 5.3.5 gestrichen. Angesichts der hohen Befolgungsquoten ein zu begrüßender Schritt, trägt er doch zur „Verschlankung“ der Kodizes bei, auf die im fünften Kapitel noch näher eingegangen wird. Dass Aufsichtsräte Sachthemen an Ausschüsse verweisen können, ist in der deutschen Immobilienwirtschaft gängige Praxis und muss nicht separat als Ziffer im Kodex aufgeführt werden.

Punkt 126: Diese Kodexziffer wurde in der DCGK Version vom 13. Mai 2013 zwar nicht wie die Ziffern 5.3.4 und 5.3.5 gestrichen, wurde aber um den Teil „Sie trägt der Verantwortung und dem Tätigkeitsumfang der Aufsichtsratsmitglieder sowie der wirtschaftlichen Lage und dem Erfolg des Unternehmens Rechnung“ verschlankt. Diese Passage dürfte die Regierungskommission als selbstverständlich erachtet haben, und die Streichung ist auch hier angesichts der hohen Befolgungsquoten zu begrüßen.

Punkt 138: An dieser Stelle wurden die „Geschäftspartner“ mittlerweile mit „Dritten“ ersetzt. Der Rest der Ziffer ist unverändert geblieben.

<sup>396</sup> Der Teil des Kodexes, der nur die Kreditinstitute betrifft („Kreditinstitute können für Rettungserwerbe besondere, auch abweichende, Regeln festlegen.“ (CGKI (2010), S. 9.) wurde nicht untersucht, da es sich bei allen analysierten Unternehmen ausschließlich um Immobilien AGs handelt.

ne weitere Kodexziffer wurde im Einklang mit der Clifford Change Partnerschaftsgesellschaft anders bewertet als vom Kodex vorgesehen.<sup>397</sup>

---

<sup>397</sup> Punkt 110: In der Clifford Change Partnerschaftsgesellschaft „Checkliste Deutscher Corporate Governance Kodex“ vom Juni 2010 wird zu diesem Punkt folgende Bemerkung gemacht: „Ziffer 5.3.4 S.1 wird vom Berlin Center of Corporate Governance aufgrund des Wortes „kann“ als Anregung abgefragt. Allerdings handelt es sich hierbei um eine gesetzliche Vorschrift bzw. um die Konkretisierung gesetzlicher Vorschriften (vgl. § 107 Abs. 3 S. 3 AktG).“ (Clifford Change Partnerschaftsgesellschaft (2010), S. 28.) Der Punkt wurde deshalb in dieser Arbeit als Bestimmung betrachtet.

Tabelle 13: Umsetzung der fünften Kodexziffer des CGKI

Punkt	Kodexziffer	A / E / B	Inhalt	Ja	Nein	K. A.	N.m.B
87	5.1.1	B54, 55	Überwachung des Vorstandes	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
88	5.1.1.i	IE7	Immobilien­geschäfte von erheblicher Bedeutung	91,67%	0,00%	8,33%	0,00%
89	5.1.2 (I)	B56	Bestellung und Entlassung des Vorstandes	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
90	5.1.2 (II)	E34, 35	Zusammensetzung des Vorstandes	16,67%	<b>45,83%</b>	4,17%	<b>33,33%</b>
91	5.1.2 (III)	E36	Langfristige Nachfolgeplanung	20,83%	0,00%	<b>70,83%</b>	8,33%
92	5.1.2 (IV)	A8, 9	Ausschüsse für Bestellung von Vorstandsmitgliedern	37,50%	8,33%	4,17%	50,00%
93	5.1.2 (V)	E37	Wiederbestellung vor Ablauf eines Jahres	29,17%	0,00%	<b>70,83%</b>	0,00%
94	5.1.2 (VI)	E38	Altersgrenze für Vorstandsmitglieder	20,83%	0,00%	<b>54,17%</b>	<b>25,00%</b>
95	5.1.3	E39	Geschäftsordnung für den Aufsichtsrat	91,67%	0,00%	8,33%	0,00%
96	5.2 (I)	B57	Aufgaben des Aufsichtsratsvorsitzenden	95,83%	0,00%	4,17%	0,00%
97	5.2 (II)	E40, 41	Rolle Aufsichtsratsvorsitzender	25,00%	12,50%	12,50%	<b>50,00%</b>
98	5.2 (III)	A10	Aufsichtsratsvorsitzender / Vorsitz im Audit Committee	33,33%	4,17%	8,33%	54,17%
99	5.2 (IV)	E42	Zusammenarbeit Aufsichtsratsvorsitzender / Vorstand	91,67%	0,00%	8,33%	0,00%
100	5.2 (V)	B58	Information des Aufsichtsratsvorsitzenden	91,67%	0,00%	8,33%	0,00%
101	5.2 (VI)	E43	Unterrichtung des Aufsichtsrates seitens des Vorsitzenden	37,50%	0,00%	<b>62,50%</b>	0,00%
102	5.3.1 (I)	E44	Bildung von Ausschüssen	45,83%	4,17%	0,00%	<b>50,00%</b>
103	5.3.1 (II)	B59	Information über die Arbeit der Ausschüsse	91,67%	0,00%	8,33%	0,00%
104	5.3.2 (I)	E45	Einrichtung eines Prüfungsausschusses	41,67%	4,17%	0,00%	<b>54,17%</b>
105	5.3.2 (II)	E46, 47	Kenntnisse Vorsitzender Prüfungsausschuss	33,33%	4,17%	8,33%	<b>54,17%</b>
106	5.3.2 (III)	A11, 12	Unabhängigkeit des Vorsitzenden	25,00%	4,17%	16,67%	<b>54,17%</b>
107	5.3.2.i (I)	IE8	Bewertung des Immobilienbestandes	12,50%	4,17%	<b>62,50%</b>	20,83%
108	5.3.2.i (II)	IA4	Einrichtung eines Bewertungsausschusses	0,00%	<b>41,67%</b>	8,33%	50,00%
109	5.3.3	E48	Bildung eines Nominierungsausschusses	12,50%	12,50%	4,17%	<b>70,83%</b>
110	5.3.4	B60, 61	Verweisung von Sachthemen in Ausschüsse	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
111	5.3.5	A13	Vorbereitung der Sitzungen des Aufsichtsrates	33,33%	4,17%	12,50%	50,00%
112	5.4.1 (I)	B62	Erfahrung, Fähigkeiten des Aufsichtsrates	95,83%	0,00%	4,17%	0,00%
113	5.4.1 (II)	E49 bis E55	Zusammensetzung des Aufsichtsrates	20,83%	8,33%	4,17%	<b>66,67%</b>
114	5.4.1 (III)	B63	Aus- und Fortbildungsmaßnahmen des Aufsichtsrates	25,00%	4,17%	<b>70,83%</b>	0,00%
115	5.4.1 (IV)	E56	Unterstützung seitens der Gesellschaft	29,17%	4,17%	<b>62,50%</b>	4,17%
116	5.4.i (I)	IA5	Kenntnisse im Immobilienbereich	91,67%	0,00%	8,33%	0,00%
117	5.4.i (II)	IE9	Kenntnisse im Immobilienbereich (II)	91,67%	0,00%	8,33%	0,00%
118	5.4.2 (I)	E57	Anzahl unabhängiger Mitglieder	50,00%	0,00%	<b>45,83%</b>	4,17%
119	5.4.2 (II)	B64	Begründung Unabhängigkeit	62,50%	0,00%	<b>37,50%</b>	0,00%
120	5.4.2 (III)	E58, 59	Ehemalige Mitglieder des Vorstandes im Aufsichtsrat	50,00%	0,00%	<b>45,83%</b>	4,17%
121	5.4.3	E60, 61, 62	Wahlen zum Aufsichtsrat	25,00%	0,00%	<b>62,50%</b>	<b>12,50%</b>
122	5.4.4 (I)	B65	Mitgliedschaft im Aufsichtsrat vor Ablauf von 2 Jahren	37,50%	0,00%	<b>62,50%</b>	0,00%
123	5.4.4 (II)	E63	Ausnahme vor Ablauf von 2 Jahren	37,50%	0,00%	<b>62,50%</b>	0,00%
124	5.4.5 (I)	B66	Genügend Zeit für Aufsichtsratsmandate	16,67%	4,17%	<b>79,17%</b>	0,00%
125	5.4.5 (II)	E64	Nicht mehr als 3 Aufsichtsratsmandate	66,67%	12,50%	20,83%	0,00%
126	5.4.6 (I)	B67, 68	Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
127	5.4.6 (II)	E65, 66	Vergütung bei Vorsitz im Aufsichtsrat / Ausschüssen	50,00%	20,83%	8,33%	<b>20,83%</b>
128	5.4.6 (III)	E67	Erfolgsorientierte Vergütung Aufsichtsratsmitglieder	50,00%	8,33%	0,00%	<b>41,67%</b>
129	5.4.6 (IV)	A14	Langfristige Bestandteile bei der Vergütung	16,67%	<b>41,67%</b>	4,17%	37,50%
130	5.4.6 (V)	E68, 69	Individualisierte Auflistung der Aufsichtsratsvergütungen	50,00%	<b>33,33%</b>	0,00%	<b>16,67%</b>
131	5.4.7	E70	Teilnahme an weniger als der Hälfte der Sitzungen	54,17%	0,00%	<b>45,83%</b>	0,00%
132	5.5.1	B69	Verpflichtung gegenüber dem Unternehmensinteresse	70,83%	4,17%	25,00%	0,00%
133	5.5.i (I)	IA6	Anschein eines Interessenskonfliktes	70,83%	4,17%	25,00%	0,00%
134	5.5.i (II)	IB3	Interessen des Unternehmens	70,83%	4,17%	25,00%	0,00%
135	5.5.i (III)	IE10	Privat durchgeführte Immobilien­geschäfte	12,50%	0,00%	<b>87,50%</b>	0,00%
136	5.5.i (IV)	IE11	Vermeidung von Interessenskonflikten	66,67%	4,17%	<b>29,17%</b>	0,00%
137	5.5.i (V)	IA7	Verfahrensregeln für den Einzelfall	29,17%	0,00%	<b>70,83%</b>	0,00%
138	5.5.2	E71	Offenlegung von Interessenskonflikten	83,33%	0,00%	16,67%	0,00%
139	5.5.3	E72, 73	Bericht über Interessenskonflikte	75,00%	0,00%	20,83%	4,17%
140	5.5.4	B70	Zustimmung für andere Verträge	66,67%	0,00%	<b>33,33%</b>	0,00%
141	5.6	E74	Regelmäßige Überprüfung der Effizienz	58,33%	0,00%	<b>33,33%</b>	8,33%

Quelle: Eigene Darstellung.<sup>398</sup><sup>398</sup> Für eine detaillierte Darstellung vgl. Anhang 8.

Auf Grund des Umfangs der fünften Kodexziffer (55 Punkte) enthält diese auch die meisten Ziffern, die eine genauere Betrachtung verdienen. Der Anteil an diesen Ziffern ist jedoch nicht nur absolut, sondern auch relativ überdurchschnittlich hoch. Zu fast der Hälfte (24) der Ziffern werden unvollständige Angaben gemacht, oder sie werden besonders oft missachtet. Die Kodexziffer 5.1.2 wird von vielen Unternehmen anscheinend falsch interpretiert, und es sind ähnliche Muster wie bei den Angaben zur Vorstandsvergütung zu erkennen. Vor allem der zweite Teil, in dem es um die Zusammensetzung des Vorstands geht (Punkt 90) scheint nicht eindeutig zu sein. Während lediglich 16,67% der Unternehmen eine Frau im Vorstand beschäftigen oder dies zumindest anstreben, findet sich bei fast der Hälfte der Unternehmen keine Frauen im Vorstand und es werden keine Angaben dazu gemacht, ob dies angestrebt wird. Ein Drittel gibt in der Entsprechenserklärung Gründe an, warum dieser Punkt nicht befolgt wird.

Alle Kodexziffern zur Vielfalt (4.1.5, 5.1.2 und 5.4.1), beziehen sich auch auf die Frauenquote. Während die Umsetzung des Punktes 4.1.5 (Besetzung von Führungspositionen) nur beantwortet werden konnte, wenn Unternehmen hierzu explizit Stellung genommen hatten, konnte die Umsetzung von Kodexziffern 5.1.2 für alle Unternehmen sehr genau untersucht werden. Die Zusammensetzung des Vorstandes wurde von allen Unternehmen in den Unternehmensunterlagen unter Offenlegung der Vorstandsamen beschrieben. Ziffer 5.4.1 weist mit einer Abweichquote von 66,67% (N.m.B) einen der höchsten Werte auf. Der am häufigsten genannte Grund war, dass die Unternehmen versucht haben, die fähigsten Personen bei der Zusammensetzung des Aufsichtsrates zu berücksichtigen und diese nicht nach Geschlecht oder Herkunft gewählt haben oder auf Grund ihres Alters ausschließen wollten. Auch bei den anderen Teilen der Kodexziffer 5.1.2 die langfristige Nachfolgeplanung (Punkt 91), die Wiederbestellung von Vorstandsmitgliedern (Punkt 93), oder eine Altersgrenze für Vorstandsmitglieder (Punkt 94), sind die Angaben lückenhaft. Für Punkt 93 wurden nur Angaben gemacht (Ja = 29,17%), wenn die Wiederbestellung vor Ablauf eines Jahres auch tatsächlich erfolgt ist. Punkt 94 sollte eigentlich anhand der Satzungen zu beantworten sein, war aber in der Hälfte der Fälle daraus nicht zu entnehmen.

Für zwei Drittel der Unternehmen kann nicht festgestellt werden, ob außerordentliche Aufsichtsratssitzungen (Punkt 101) stattgefunden haben. Informationen über diese waren nur in den Unterlagen enthalten, wenn diese auch tatsächlich stattgefunden haben. Das Muster scheint hier wie auch anderswo zu sein, die Frage zu bejahen, wenn der angesprochene Sachverhalt gegeben ist, also z.B. eine außerordentliche Aufsichtsratssitzung abgehalten wurde. Andernfalls wird keine Angabe gemacht. Das mag von der Transparenz her nicht besonders problematisch sein, spiegelt aber einen Mangel an Governancebewusstsein bei den Akteuren wider.

Zu der immobilienpezifischen Ergänzung „Bewertung des Immobilienbestandes durch den Aufsichtsrat bzw. das Audit Committee“ wird von fast zwei Dritteln der Unternehmen keine Stellung genommen (Punkt 107) und es steht zu befürchten, dass der immobilienpezifische Punkt schlicht von den Unternehmen ignoriert wird.

Die Bestimmung und die Empfehlung zu den Aus- und Fortbildungsmaßnahmen der Aufsichtsratsmitglieder (Punkte 114 und 115) sind besonders lückenhaft. Diese beiden Kodexziffern 5.4.1 (III) und 5.4.1 (IV) wurden im Mai 2012 an einen anderen Platz verschoben und sind jetzt

Teil der Kodexziffer 5.4.5. Angesichts der sehr hohen Nicht-Angabe-Quoten besteht an dieser Stelle akuter Handlungsbedarf. Darauf wird weiter unten einzugehen sein.<sup>399</sup> Die hohe Nicht-Angabe-Quote der Empfehlung ergibt sich vermutlich unmittelbar aus jener der Bestimmung. Die Unternehmen haben diese Kodexziffer wohl als eine einzige Vorschrift betrachtet und sind nicht getrennt auf die Bestimmung und die Empfehlung eingegangen. Hinzugekommen sind an dieser Stelle eine Empfehlung mit zwei Ergänzungen.<sup>400</sup> Die neuen Kodexziffern sind als ein weiterer Schritt hin auf Transparenz und Offenlegung möglicher Interessenskonflikte zu beurteilen.

Bei dem wichtigen Punkt Weiterbildung / Ausbildung (Punkt 117) muss zwischen dem CGKI und dem DCGK unterschieden werden. Während der immobilienpezifische Kodex das Thema Weiterbildung / Ausbildung detailliert behandelt, empfiehlt die Kodexziffer 5.4.1 des DCGK nur sehr allgemein, den Aufsichtsrat so zusammensetzen, dass seine Mitglieder insgesamt über die zur ordnungsgemäßen Wahrnehmung der Aufgaben erforderlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und fachlichen Erfahrungen verfügen. Was genau damit gemeint ist, wird nicht präzisiert. Das Problem des fehlenden Fachwissens des Führungspersonals der Dax, MDax und SDax Unternehmen trifft sehr wahrscheinlich auch auf die Immobilienkapitalgesellschaften zu. Von den Dax-Aufsichtsratsmitgliedern haben 17 Prozent kein Studium absolviert. Auch wenn immerhin 18 Prozent der Mandatsträger Juristen sind, kann nur jeder Fünfte dieser Gruppe eine wirtschaftswissenschaftliche Zusatzqualifikation vorweisen.<sup>401</sup> An dieser Stelle wäre zu überlegen, ob der Kodex nicht genauere Vorschriften bezüglich Qualifikation machen sollte.

Die Angaben zur Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder (Punkte 118 und 119<sup>402</sup>), zur genauen Zusammensetzung des Aufsichtsrates und der ausgeübten Organfunktion oder der Beratungsaufgaben bei wesentlichen Wettbewerbern des Unternehmens (Punkt 120) sind zwar etwas weniger lückenhaft, dennoch sind die Nicht-Angabe-Quoten auch hier hoch. Die Angaben zu der Unabhängigkeit gehören zu den lückenhaftesten des gesamten Kodexes. Obwohl Punkt 118 schon große Spielräume lässt, weist die Kodexziffer eine sehr hohe Nicht-Angabe-Quote aus.<sup>403</sup> Zu diesem Punkt wurde auf dem 69. Deutschen Juristentag beschlossen, dass die kon-

---

<sup>399</sup> Vgl. Abschnitt 5.2.4 „Weiterbildung / Ausbildung“

<sup>400</sup> Empfehlung: „Der Aufsichtsrat soll bei seinen Wahlvorschlägen an die Hauptversammlung die persönlichen und die geschäftlichen Beziehungen eines jeden Kandidaten zum Unternehmen, den Organen der Gesellschaft und einem wesentlich an der Gesellschaft beteiligten Aktionär offen legen.“ Ergänzung zur Empfehlung (I): „Die Empfehlung zur Offenlegung beschränkt sich auf solche Umstände, die nach der Einschätzung des Aufsichtsrats ein objektiv urteilender Aktionär für seine Wahlentscheidung als maßgebend ansehen würde.“ Ergänzung zur Empfehlung (II): „Wesentlich beteiligt im Sinn dieser Empfehlung sind Aktionäre, die direkt oder indirekt mehr als 10 % der stimmberechtigten Aktien der Gesellschaft halten.“, DCGK (2012), S. 11.

<sup>401</sup> Vgl. Höpner (2012), S. 26.

<sup>402</sup> Diese Empfehlung wurde mittlerweile präzisiert. So wird jetzt genau beschrieben, wann ein Aufsichtsratsmitglied als nicht unabhängig anzusehen ist. Sollte ein Mitglied in einer persönlichen oder einer geschäftlichen Beziehung zu der Gesellschaft, deren Organen, einem kontrollierenden Aktionär oder einem, mit diesem verbundenen Unternehmen stehen, die einen wesentlichen und nicht nur vorübergehenden Interessenskonflikt begründen kann, so ist dieses Mitglied als nicht unabhängig anzusehen. Die Unabhängigkeit eines Aufsichtsratsmitglieds kann damit nur noch unter strengeren Voraussetzungen bejaht werden, vgl. Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft (2013), S. 4.

<sup>403</sup> In der aktuellen DCGK Version wurde das Wort „ausreichende“ durch das Wort „angemessene“ ersetzt.



krete Beurteilung der Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern beim Aufsichtsrat selbst liegen sollte und der Kodex bei der Besetzung des Prüfungs- und des Vergütungsausschusses des Aufsichtsrats eine angemessene Zahl unabhängiger Mitglieder auf Anteilseignerseite empfehlen sollte.<sup>404</sup> Formulierungen wie „eine angemessene Zahl unabhängiger Mitglieder“ lassen viel Interpretationsspielraum und stellen keine praxisnahen Empfehlungen dar.

Aus dem bisher Gesagten wird deutlich, dass alle Fragen, die mit Zusammensetzung, Qualifikation, Weiterbildung des Aufsichtsrats zu tun haben, nur sehr lückenhaft beantwortet werden und sich die Unternehmen hier nicht gerne „in die Karten schauen“ lassen wollen. Warum erläutern die Unternehmen nicht mit einem Satz, dass dem Aufsichtsrat nicht mehr als zwei ehemalige Mitglieder des Vorstands angehört haben und listen für jedes Aufsichtsratsmitglied alle weiteren seiner Aufsichtsratsmandate sowie seiner Beschäftigungen auf? Gleiches gilt für die Angaben zu den Wahlen zum Aufsichtsrat (Punkt 121). Hier werden nur Angaben gemacht, falls die Kodexziffer von den Unternehmen nicht befolgt wurde (N. m. B. = 12,50%). Aus der Satzung müsste ersichtlich werden, dass Wahlen zum Aufsichtsrat als Einzelwahl durchgeführt wurden.

Die Angaben zu den Kodexziffern (120) „ehemalige Mitglieder des Vorstands im Aufsichtsrat“, (121) „Wahlen zum Aufsichtsrat“ und (122) „Mitgliedschaft im Aufsichtsrat vor Ablauf von 2 Jahren“, sollten aus den Unternehmenspublikationen eigentlich eindeutig ersichtlich werden. Dies ist aber, wie anhand der hohen Nicht-Angabe-Quote zu erkennen ist, nicht der Fall. Bei den Punkten 121 und 122 zeigt sich, dass die Unternehmen die ganze Ziffer betrachten und diese nicht, wie es erforderlich wäre, in eine Bestimmung und eine Empfehlung unterteilen und für diese gesonderte Angaben machen.

Die Zweijahresfrist beim Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat wird kontrovers diskutiert. Begründet wird sie mit möglichen Interessenkonflikten, wenn der Agent unmittelbar die Seite wechselt und Prinzipalvertreter wird. Dagegen wird argumentiert, das Gebot, für zwei Jahre nach dem Rückzug als Vorstandschef nicht in das Kontrollgremium wechseln zu dürfen entziehe dem Unternehmen wichtiges Know-How.<sup>405</sup> Eindeutiger ist die Lage bei der Besetzung des Aufsichtsratsvorsitzenden-Posten, wo die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) für eine Cooling-off-Periode von zwei Jahren plädiert.<sup>406</sup> Für die Immobilienunternehmen liegt die Nicht-Angabe-Quote leider bei über 60% und damit fehlen Daten etwa zum Vergleich mit den HDax Unternehmen (110 Firmen der Börsenindizes Dax, MDax und TecDax). Bei diesen waren 2011 nur 5,5% der 728 Aufsichtsräte der Anteilseignerseite zwischen 2002 und 2011 Mitglied im Vorstand des gleichen Unternehmens gewesen.<sup>407</sup>

Die Punkte 122 und 123 zur Zweijahresfrist sind inzwischen enger gefasst worden.<sup>408</sup> Neu hinzugekommen ist, dass ehemalige Vorstandsmitglieder nur mit expliziter Zustimmung der

---

<sup>404</sup> Vgl. Beschlüsse Deutscher Juristentag (2012) S. 20.

<sup>405</sup> Vgl. Börsen-Zeitung (2011), S. 7.

<sup>406</sup> Vgl. Handelsblatt (2011), S. 22.

<sup>407</sup> Vgl. Grass (2011), S. 6.

<sup>408</sup> Kodexziffer 5.4.4 CGKI: „Vorstandsmitglieder dürfen vor Ablauf von zwei Jahren nach dem Ende ihrer Bestellung nicht Mitglied des Aufsichtsrats der Gesellschaft werden, es sei denn ihre Wahl erfolgt auf Vorschlag von Aktionären, die mehr als 25 % der Stimmrechte an der Gesellschaft halten. In letzterem Fall soll der Wechsel in den Aufsichtsratsvorsitz eine der Hauptversammlung zu begründende Ausnahme sein.“ CGKI (2010), S. 10f.

Hauptversammlung im Aufsichtsrat aktiv, das Amt des Vorsitzenden ausüben oder im Prüfungsausschuss tätig sein können.

Eine verantwortungsvolle Tätigkeit in Aufsichtsräten erfordert Zeit zum Aktenstudium, um eventuell fachlichen Rat einzuholen und so informiert kontrollieren und entscheiden zu können. Der DCGK fordert deshalb (Punkt 124), dass jedes Aufsichtsratsmitglied darauf achten soll, für die Wahrnehmung seiner Mandate genügend Zeit zur Verfügung zu haben (Punkt 124). Die Angaben zu dem Punkt sind sehr lückenhaft. Wird es als Zumutung aufgefasst, hier Rechenschaft ablegen zu sollen? Für sich genommen ist die Formulierung so vage, dass einer Zustimmung nichts im Wege steht.

Die Kodizes versuchen, die Zeitökonomie auch über die Anzahl der Mandate zu regeln. (Punkt 125). Das deutsche Aktiengesetz beschränkt ihre Anzahl auf zehn, die immobilienpezifische CG Initiative erachtet eine Beschränkung auf drei Aufsichtsratsmandate als sinnvoll.<sup>409</sup> Lutter begrüßt den Vorschlag der EU Kommission, die Anzahl der Mandate zu beschränken, da bei der Vielfalt von Aufgaben zehn Mandate zu viele seien; er bezieht sich hierbei auch auf § 100 Abs. 2 AktG, wonach Aufsichtsrats- oder Prüfungsausschuss- Vorsitzende Mandate doppelt zählen sollten.<sup>410</sup> Was zugunsten einer hohen Anzahl an Aufsichtsratsmandaten spricht, ist das breite Spektrum an Kompetenzen, die ihre Wahrnehmung mit sich bringt. Es wird deutlich, dass die deutschen Mitglieder von Aufsichtsräten nur ungern über die für ihre Mandate aufgewandte Zeit Rechenschaft ablegen wollen und vermutlich ein Drittel mehr als drei Mandate wahrnimmt.

Die DSW sieht die Kodexziffer der erfolgsorientierten Aufsichtsratsvergütung kritisch (Punkt 128). Bei den Dax-Unternehmen betragen sie 2010 65 Mio. und somit ein Viertel mehr als noch 2009. Der Hauptgrund für den starken Zuwachs waren die variablen, erfolgsabhängigen Entgeltanteile. Die DSW spricht sich vehement gegen diese Vergütungsbestandteile aus und hält eine reine Festvergütung für besser geeignet, der unabhängigen Kontrollfunktion des Aufsichtsrats Rechnung zu tragen. Tendenziell, so die DSW, steigt in wirtschaftlich schwierigen Zeiten die Arbeitsbelastung der Kontrolleure, während umgekehrt die erfolgsbezogene Vergütung sinkt.<sup>411</sup> Mittlerweile wurde diese Vorschrift auch verschärft. Sollten die Mitglieder des Aufsichtsrats vorher eine variable Vergütung erhalten (Empfehlung) so heißt es in der aktuellen Kodexversion: „Die Mitglieder des Aufsichtsrats erhalten eine Vergütung, die in einem angemessenen Verhältnis zu ihren Aufgaben und der Lage der Gesellschaft steht.“<sup>412</sup> Der variable Vergütungsanteil wird somit nicht mehr empfohlen, sondern wird ins Ermessen der Konzerne gestellt.

Bei fast der Hälfte der Unternehmen enthält die erfolgsorientierte Vergütung keine auf den langfristigen Unternehmenserfolg bezogenen Bestandteile (Punkt 129). Dieser Kodexteil wurde konsequenterweise angepasst: „Wird den Aufsichtsratsmitgliedern eine erfolgsorientierte Vergütung zugesagt, soll sie auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichtet sein.“ Aus der Anregung, die von vielen Gesellschaften missachtet wurde, wurde somit eine Empfeh-

---

<sup>409</sup> Vgl. CGKI (2010), S. 11.

<sup>410</sup> Vgl. Aktiengesetz (2011A).

<sup>411</sup> Vgl. Börsen-Zeitung (2011), S. 7.

<sup>412</sup> DCGK (2012), S. 13.

lung. Auch hier ist der langjährige Trend (aus Anregungen werden Empfehlungen, aus Empfehlungen werden Bestimmungen) zu erkennen.

Die Vergütungen der Aufsichtsratsmitglieder werden im Corporate Governance Bericht häufig nicht individualisiert und aufgliedert nach Bestandteilen ausgewiesen (Punkt 130) und auf die Abweichung von dieser Empfehlung wird in den Entsprechenserklärungen nicht eingegangen. Ein Drittel der Unternehmen (Nein = 33,33%) ignoriert diese Vorgabe ohne Begründung. Dies könnte zwei Gründe haben: Die Angaben zur Vergütung waren zwar oft in den unternehmensinternen Unterlagen zu finden, nicht jedoch im Corporate Governance Bericht wie von der Empfehlung vorgeschlagen.<sup>413</sup> Hier könnte es sich um schlichte Nachlässigkeit handeln. Andere Unternehmen halten sich schlicht nicht an die Anweisung und es steht zu vermuten, dass sie diese Informationen bewusst der Öffentlichkeit vorenthalten.

Bei Punkt 131 werden durchgehend keine expliziten Angaben dazu gemacht, ob ein Mitglied des Aufsichtsrats in einem Geschäftsjahr an weniger als der Hälfte der Sitzungen des Aufsichtsrats teilgenommen hat, sondern lediglich konstatiert, alle Aufsichtsratsmitglieder hätten an den Sitzungen teilgenommen und somit sei die Ziffer erfüllt (Ja = 54,17%). Für die Unternehmen, die hierzu auch keine Angaben im Bericht des Aufsichtsrats gemacht haben, bleibt das Verhalten offen. Die immobilienpezifische Empfehlung (Punkt 135) findet, wie auch die meisten anderen immobilienpezifischen Ergänzungen, leider keine Berücksichtigung. Dies könnte damit zusammenhängen, dass die Unternehmen den CGKI nicht gewärtig haben oder ignorieren.

Für den Aufsichtsrat lassen sich somit ähnliche Feststellungen machen wie für den Vorstand. Bei sensiblen Themen wie Vielfalt (Diversity) und Vergütung sind die Angaben der Unternehmen besonders lückenhaft, und dies, obwohl dies genau jene Bereiche sind, zu denen der Kodex die genauesten Anforderungen stellt. Auch die immobilienpezifischen Kodexziffern werden weitestgehend ignoriert.

## Transparenz

Die Fachliteratur ist sich einig, dass Offenlegungsvorschriften entscheidend für CG und den Anlegerschutz sind.<sup>414</sup> Auch wurde empirisch nachgewiesen, dass Transparenz den höchsten positiven Einfluss auf den Unternehmenswert hat.<sup>415</sup> Aus diesem Grund kommt diesem Thema besondere Bedeutung zu. Auch bei diesem Abschnitt des Kodex wurden mittlerweile Änderungen vorgenommen.<sup>416</sup>

---

<sup>413</sup> Auch hier wurde bei der vorletzten Überarbeitung des DCGK wie in anderen Kodexabschnitten auch, der Teil gestrichen, der Unternehmen vorgeschlagen hatte, diese Informationen im Corporate Governance Bericht zu veröffentlichen. Die Angaben sollen in Zukunft im Anhang oder im Lagebericht enthalten sein. Die Angabe-Quoten („Ja“) sollten sich somit in Zukunft durch diese Kodexziffer-Anpassung erhöhen.

<sup>414</sup> Vgl. Fear / Kobrak (2006), S. 2.

<sup>415</sup> Vgl. Kohl (2009), S. 160.

<sup>416</sup> Punkt 149: Auch an dieser Stelle wurde die Empfehlung, die Informationen im Corporate Governance Bericht zu veröffentlichen, gestrichen. Wo genau diese Angaben in Zukunft gemacht werden sollen, wird nicht mehr präzisiert. Diese Änderung ist schwer nachvollziehbar. Je mehr Informationen an einem Ort (dem Corporate Governance Bericht) übersichtlich zu finden sind, umso vorteilhafter ist es für die interessierte Öffentlichkeit.

**Tabelle 14: Umsetzung der sechsten Kodexziffer des CGKI**

Punkt	Kodexziffer	A / E / B	Inhalt	Ja	Nein	K. A.	N.m.B
142	6.1	B71	Veröffentlichung von Insiderinformationen	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
143	6.1.i	IE12	Immobilien­geschäfte mit Gesamtvolumen > 5%	20,83%	0,00%	<b>79,17%</b>	0,00%
144	6.2	B72	Übertretung von Stimmrecht-Schwellen	91,67%	0,00%	8,33%	0,00%
145	6.3 (I)	B73	Gleichbehandlung aller Aktionäre	70,83%	0,00%	<b>29,17%</b>	0,00%
146	6.3 (II)	E75	Information der Aktionäre	62,50%	0,00%	<b>37,50%</b>	0,00%
147	6.4	E76	Gebrauch von geeigneten Kommunikationsmedien	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
148	6.5	E77	Veröffentlichung von Informationen aus dem Ausland	16,67%	0,00%	<b>83,33%</b>	0,00%
149	6.6	E78, 79, 80	Veröffentlichung von Aktiengeschäften	70,83%	12,50%	4,17%	<b>12,50%</b>
150	6.7	E81	Publikation eines Finanzkalenders	87,50%	8,33%	0,00%	4,17%
151	6.8 (I)	E82, 83	Veröffentlichungen über die Internetseite	95,83%	4,17%	0,00%	0,00%
152	6.8 (II)	A15	Veröffentlichung in englischer Sprache	54,17%	<b>45,83%</b>	0,00%	0,00%

Quelle: Eigene Darstellung.<sup>417</sup>

Kaum Beachtung findet der immobilien­spezifische Punkt 143. Für die große Mehrheit der Unternehmen (K. A. = 79,17%) lässt sich nicht bestimmen, ob Immobilien­geschäfte unverzüglich veröffentlicht wurden, deren jeweiliges Gesamtvolumen 5 % des Bilanzwertes der Grundstücke und Gebäude, überschritten haben. Über 70% der Unternehmen teilen bei Punkt 145 mit, die Gesellschaft habe die Aktionäre bei Informationen gleich behandelt, (Ja = 70,83%), der Rest macht hierzu allerdings keine Angaben (K. A. = 29,17%). Die zweite Empfehlung, die besondere Beachtung benötigt, (Punkt 146), ist eng mit Punkt 145 verknüpft, da die Bestimmung und die Empfehlung Teil der gleichen Kodexziffer sind. Die nicht „Angabe-Quote“ ist somit für Punkt 146 (K. A. = 37,50%) sehr ähnlich wie die des Punktes 145 (K. A. = 29,17%). Für diese Unternehmen ist es nicht möglich zu bestimmen, ob sie den Aktionären unverzüglich sämtliche neuen Tatsachen, die Finanzanalysten und vergleichbaren Adressaten mitgeteilt worden sind, zur Verfügung gestellt haben. Auch hier gehen die Unternehmen anscheinend davon aus, diese Informationen nicht nochmals gesondert in den Unternehmensunterlagen angeben zu müssen und erachten die Umsetzung als selbstverständlich. Zwar sind die nicht „Angabe-Quoten“ für den Punkt 148 (Informationen, die die Gesellschaft im Ausland aufgrund der jeweiligen kapitalmarktrechtlichen Vorschriften veröffentlicht hat, sind auch im Inland unverzüglich bekannt gegeben worden) besonders hoch (K. A. = 83,33%), dennoch erscheint dies aus zwei Gründen weniger gravierend. Zum einen sind viele der Unternehmen nur in Deutschland tätig und veröffentlichen somit keine Informationen im Ausland, zum anderen erachten es die Unternehmen als selbstverständlich, alle Informationen über das Unternehmen bekanntzugeben. Hierbei spielt es keine Rolle, ob das Unternehmen im Ausland oder im Inland betroffen ist. Auch in diesem Teil des Kodexes wird eine Anregung in fast der Hälfte der Fälle missachtet: Veröffentlichungen sind nur von etwas mehr als 50% der Unternehmen in englischer Sprache erfolgt (Punkt 152). Diese Tatsache muss allerdings relativiert werden, da viele der analysierten Unternehmen nur in Deutschland aktiv sind und Veröffentlichungen in englischer Sprache damit wenig sinnvoll wären.

<sup>417</sup> Für eine detaillierte Darstellung vgl. Anhang 8.

## Rechnungslegung und Abschlussprüfung

Einige der Ziffern aus dem siebten Abschnitt wurden in der aktuellen Version des DCGK mittlerweile überarbeitet.<sup>418</sup>

**Tabelle 15: Umsetzung der siebten Kodexziffer des CGKI**

Punkt	Kodexziffer	A / E / B	Inhalt	Ja	Nein	K. A.	N.m.B
153	7.1.1 (I)	B74	Information durch den Konzernabschluss	95,83%	4,17%	0,00%	0,00%
154	7.1.1 (II)	B75	Halbjahresfinanzberichte / Quartalsfinanzberichte	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
155	7.1.1 (III)	B76	Einhaltung internationaler Rechnungslegungsgrundsätze	87,50%	4,17%	8,33%	0,00%
156	7.1.1.i (I)	IE13	Bewertung von Immobilien	91,67%	8,33%	0,00%	0,00%
157	7.1.1.i (II)	IE14	Angabe Marktwert Immobilienvermögen	75,00%	20,83%	4,17%	0,00%
158	7.1.1.i (III)	IA8	Transparenz bei Nicht-Angabe von Marktwert	66,67%	<b>33,33%</b>	0,00%	0,00%
159	7.1.2 (I)	B77	Aufstellung des Konzernabschlusses	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
160	7.1.2 (II)	E84	Erörterung Halbjahres- / Quartalsfinanzberichten	25,00%	4,17%	<b>58,33%</b>	<b>12,50%</b>
161	7.1.2 (III)	B78	Prüfstelle für Rechnungslegung	20,83%	0,00%	<b>79,17%</b>	0,00%
162	7.1.2 (IV)	E85, 86	Veröffentlichung Konzernabschluss / Zwischenberichte	29,17%	0,00%	12,50%	<b>58,33%</b>
163	7.1.3	E87	Aktionsoptionsprogramme Teil des CG Berichtes	70,83%	25,00%	0,00%	4,17%
164	7.1.4	E88, 88a, 89	Veröffentlichung der Liste von Drittunternehmen	54,17%	<b>37,50%</b>	8,33%	0,00%
165	7.1.5	E90	Beziehung zu nahestehenden Personen	75,00%	25,00%	0,00%	0,00%
166	7.2.1 (I)	E91, 92	Erklärung des Prüfers	70,83%	4,17%	25,00%	0,00%
167	7.2.1 (II)	E93	Ausschluss- oder Befangenheitsgründe	62,50%	0,00%	<b>37,50%</b>	0,00%
168	7.2.2	B79	Erteilung des Prüfungsauftrages	79,17%	0,00%	20,83%	0,00%
169	7.2.2.i	IE15	Zusätzliche Beratungsleistungen des Prüfers	41,67%	0,00%	<b>58,33%</b>	0,00%
170	7.2.3 (I)	E94	Bericht über wesentliche Feststellungen	66,67%	0,00%	<b>33,33%</b>	0,00%
171	7.2.3 (II)	E95	Unrichtigkeit bei der Erklärung zum Kodex	41,67%	0,00%	<b>58,33%</b>	0,00%
172	7.2.4	B80	Teilnahme des Prüfers an den Beratungen	95,83%	0,00%	4,17%	0,00%

Quelle: Eigene Darstellung.<sup>419</sup>

Von den 20 zu untersuchenden Punkten mussten 8 einer genaueren Analyse unterzogen werden. Ob Halbjahres- und etwaige Quartalsfinanzberichte vom Aufsichtsrat oder seinem Prüfungsausschuss vor der Veröffentlichung mit dem Vorstand erörtert worden sind (Punkt 160) kann für fast 60% der Unternehmen nicht nachvollzogen werden, obwohl dies eigentlich gängige Praxis in Unternehmen sein sollte. Für 25,00% der Unternehmen lässt sich diese Tatsache anhand der Unternehmensveröffentlichungen feststellen, 12,50% der Unternehmen erklären in der Entsprechenserklärung, warum von dieser Kodexziffer abgewichen wird und für 58,33% der Unternehmen ist es nicht nachvollziehbar, ob die Empfehlung befolgt wurde oder nicht. Dass Unternehmen keine Angaben dazu machen (K. A. = 79,17%), ob die Prüfstelle für Rechnungslegung bzw. die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht befugt ist, die Übereinstimmung des Konzernabschlusses mit den maßgeblichen Rechnungslegungsvorschriften zu überprüfen, (Enforcement) (Punkt 161) erscheint wenig verwunderlich. Es handelt sich hierbei um eine klare gesetzliche Vorschrift, deren Befolgung als selbstverständlich erachtet wird. Als gravierend, weil die Vorschriften missachtend, stellt sich Punkt 164 dar. Fast 40% (37,50%) der Gesellschaften hat keine Liste von Drittunternehmen veröffentlicht, an denen sie eine relevante Beteiligung gehalten haben. Der Name und Sitz der Gesellschaft, Höhe des Anteils, Höhe des

<sup>418</sup> Punkt 153: Diese Ziffer wurde mittlerweile durch „und den Konzernlagebericht“ ergänzt.

Punkt 163: Bei dieser Kodexziffer wurde der Corporate Governance Bericht nicht gänzlich gestrichen, die Angaben sollen aber in Zukunft nur noch im CG-Bericht enthalten sein „soweit diese Angaben nicht bereits im Jahresabschluss, Konzernabschluss oder Vergütungsbericht gemacht werden.“ (DCGK (2012), S. 15.) Genau wie ähnliche Änderung in anderen Teilen des Kodexes schwächt auch diese den DCGK und den CGKI.

<sup>419</sup> Für eine detaillierte Darstellung vgl. Anhang 8.

Eigenkapitals und Ergebnis des letzten Geschäftsjahres waren nicht angegeben. Eine Abweichung von der Empfehlung hätte in der jeweiligen Entsprechenserklärung kenntlich gemacht werden müssen. Weniger gravierend sind die fehlenden Angaben zu Punkt 167. Es kann davon ausgegangen werden, dass diese Empfehlung von den meisten der Unternehmen befolgt wird, ohne das ausdrücklich zu erwähnen.

Für die immobilienpezifische Empfehlung 7.2.2.i (Punkt 169) werden ebenfalls selten Angaben gemacht. Für die mit „Ja“ beantworteten Empfehlungen (Ja = 41,67%) hatten die Unternehmen die Vergütung für die jährliche Abschlussprüfung und die Beratungsleistungen angegeben. Dort, wo die Beratungsleistungsvergütungen nicht die Hälfte der Vergütung für die jährliche Abschlussprüfung überstieg, war die Ziffer erfüllt. Der Rest der Unternehmen machte keine Angaben zu diesem Kodexteil (K. A. = 58,33%). Die Angaben zu Punkt 170 sind mit Vorsicht zu interpretieren. Zwar macht ein Drittel der Unternehmen keine Angaben dazu, ob der Aufsichtsrat vereinbart hat, dass der Abschlussprüfer über alle, für die Aufgaben des Aufsichtsrats wesentlichen Feststellungen und Vorkommnisse unverzüglich berichtet, die sich bei der Durchführung der Abschlussprüfung ergaben. Es kann aber gleichwohl davon ausgegangen werden, dass sie sich daran gehalten haben. Ähnliches gilt für Punkt 171 (7.2.3 (II) / E95).

### **Zwischenbemerkungen zur Auswertung der einzelnen Kodexziffern**

Die 85 Vorschriften aus dem immobilienpezifischen Corporate Governance Kodex wurden somit in 172 zu untersuchende Punkte aufgeteilt, von denen 72 Bestimmungen, 79 Empfehlungen und 21 Anregungen darstellen.

Bei der Analyse der Umsetzung der einzelnen Kodexziffern fallen durch hohe Nicht-Umsetzung (Nein) oder Nicht-Angabe (K. A.) folgende Kodexziffern auf: Abschnitt „Aktionäre und Hauptversammlung“: 2 Bestimmungen, 2 Empfehlungen und 3 Anregungen (7 Punkte von 19 Punkten / 36,84%), „Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat“: 3 Bestimmungen, 3 Empfehlungen, 3 Anregungen (9 Punkte von 25 Punkten / 36,00%), „Vorstand“: 4 Bestimmungen, 8 Empfehlungen, 1 Anregung (13 Punkte von 42 Punkten / 30,95%), „Aufsichtsrat“: 5 Bestimmungen, 16 Empfehlungen, 3 Anregungen (24 Punkte von 55 Punkten / 43,63%), „Transparenz“: 1 Bestimmung, 3 Empfehlungen, 1 Anregung (5 Punkte von 11 Punkten / 45,45%) (die auf den ersten Blick alarmierenden Zahlen bezüglich Nicht-Angabe aus dem Abschnitt „Transparenz“ stellen sich bei genauerem Hinsehen als nicht allzu schwerwiegend heraus), „Rechnungslegung und Abschlussprüfung“: 1 Bestimmung, 6 Empfehlungen, 1 Anregung (8 Punkte von 20 Punkten / 40%).

Besonders die nicht umgesetzten Bestimmungen („Nein“) und die Ziffern, zu denen die Unternehmen keine Angaben machen („K. A.“) sind von Relevanz. Von den Ziffern, für die die Nicht-Angaben hoch sind, ist dieser Umstand für Bestimmungen und Empfehlungen gravierender als für Anregungen; Aber auch die Empfehlungen, von denen Unternehmen unter Angaben von Gründen („N. m. B.“) besonders oft abweichen, sind interessant; auf diese wird im nächsten Punkt genauer eingegangen.

### 4.3.3 Umsetzung der Empfehlungen

Beschränkt man sich auf die Empfehlungen, so spiegelt diese Untersuchung starke Defizite im Immobiliensektor wider. Wenn jene Ziffern, die von mehr als zehn Prozent der Unternehmen nicht umgesetzt werden als „kritisch“ eingestuft werden, ergibt sich folgendes Bild:

**Tabelle 16: Abweichquoten von den Empfehlungen des CGKI**

Punkt	Kodexziffer	Inhalt	Abweichquote (N.m.B)
14	2.3.2.	Einberufung zur Hauptversammlung	25,00%
16	2.3.3 (II)	Briefwahl	29,17%
38	3.8 (III)	Selbstbehalt bei den D&O-Versicherungen / Aufsichtsrat	45,83%
53	4.2.1 (I)	Zusammensetzung des Vorstandes	25,00%
64	4.2.3 (V)	Ausgestaltung der variablen Vergütungsteile	16,67%
67	4.2.3 (VIII)	Variable Vergütungsteile	12,50%
69	4.2.3 (X)	Abfindungs-Cap	25,00%
90	5.1.2 (II)	Zusammensetzung des Vorstands	33,33%
94	5.1.2 (VI)	Altersgrenze für Vorstandsmitglieder	25,00%
97	5.2 (II)	Rolle Aufsichtsratsvorsitzender	50,00%
102	5.3.1 (I)	Bildung von Ausschüssen	50,00%
104	5.3.2 (I)	Einrichtung eines Prüfungsausschusses	54,17%
105	5.3.2 (II)	Kenntnisse Vorsitzender Prüfungsausschuss	54,17%
107	5.3.2.i (I)	Bewertung des Immobilienbestandes	20,83%
109	5.3.3.	Bildung eines Nominierungsausschusses	70,83%
113	5.4.1 (II)	Zusammensetzung des Aufsichtsrats	66,67%
121	5.4.3.	Wahlen zum Aufsichtsrat	12,50%
127	5.4.6 (II)	Vergütung bei Vorsitz im Aufsichtsrat / Ausschüssen	20,83%
128	5.4.6 (III)	Erfolgsorientierte Vergütung Aufsichtsratsmitglieder	41,67%
130	5.4.6 (V)	Individualisierte Auflistung der Aufsichtsratsvergütungen	16,67%
149	6.6.	Veröffentlichung von Aktiengeschäften	12,50%
160	7.1.2 (II)	Erörterung Halbjahres- / Quartalsfinanzberichten	12,50%
162	7.1.2 (IV)	Veröffentlichung Konzernabschluss / Zwischenberichte	58,33%

Quelle: Eigene Darstellung.

Die hohe „N. m. B.“-Quote bei Punkt 98 (der Aufsichtsratsvorsitzende soll nicht den Vorsitz im Prüfungsausschuss (Audit Committee) inne haben) resultiert aus der Tatsache, dass die Ziffer für die Unternehmen, die unter Angabe von Gründen keine Ausschüsse eingerichtet hatten (siehe Punkt 102) mit „N. m. B.“ bewertet wurde.

Es sind somit 23 Empfehlungen als kritisch zu bezeichnen.<sup>420</sup> Diese Ergebnisse haben allerdings nur dann Bestand, wenn die Informationen in den Entsprechenserklärungen vollständig sind und alle nicht in den Erklärungen erwähnten Empfehlungen auch tatsächlich umgesetzt werden. Bei genauerer Betrachtung der einzelnen Zifferteile und der Überprüfung ihrer Umsetzung in der Praxis zeichnet sich allerdings ein anderes Bild ab. Besondere Beachtung verdienen jene

<sup>420</sup> Dieses Vorgehen hat schon oft für Kritik gesorgt: „Dieser "Comply or explain"-Grundsatz lag der Arbeit der Kommission von Beginn an zugrunde und hat sich bewährt. Leider wurde er viele Jahre in der Öffentlichkeit, namentlich in der Politik und in den Medien, falsch verstanden, wurden gut begründete Abweichungen mit dem Hautgout des Regelverstößes bedacht. Selbst die Wissenschaft wertete die Entsprechensquoten der Kodexempfehlungen als Ausdruck von Zustimmung beziehungsweise Ablehnung des Kodex per se und produzierte somit irreführende Statistiken über die Akzeptanz des Kodex bei börsennotierten Unternehmen in Deutschland.“, Döring (2013), S. 8.

Empfehlungen, für die objektiv anhand anderer Dokumente als der Entsprechenserklärung nachprüfbar war, dass sie nicht umgesetzt wurden, dieser Umstand aber nicht gesondert kenntlich gemacht wurde („Nein“). Hierbei handelt es sich um die Empfehlungen:

**Tabelle 17: Nicht-Befoligungsquoten von den Empfehlungen des CGKI**

Punkt	Kodexziffer	Inhalt	Nicht-Befolgung (Nein)
16	2.3.3 (II)	Briefwahl	20,83%
44	3.10 (IV)	Nicht mehr aktuelle Entsprechenserklärung	20,83%
67	4.2.3 (VIII)	Variable Vergütungsteile	12,50%
70	4.2.3 (XI)	Zusage für Leistungen infolge eines Kontrollwechsels	20,83%
71	4.2.3 (XII)	Offenlegung Grundzüge des Vergütungssystems	12,50%
74	4.2.5.	Offenlegung der Vergütung	20,83%
90	5.1.2 (II)	Zusammensetzung des Vorstands	45,83%
97	5.2 (II)	Rolle Aufsichtsratsvorsitzender	12,50%
109	5.3.3.	Bildung eines Nominierungsausschusses	12,50%
125	5.4.5 (II)	Anzahl Aufsichtsratsmandate	12,50%
127	5.4.6 (II)	Vergütung bei Vorsitz im Aufsichtsrat / Ausschüssen	20,83%
130	5.4.6 (V)	Individualisierte Auflistung der Aufsichtsratsvergütungen	33,33%
149	6.6.	Veröffentlichung von Aktiengeschäften	12,50%
157	7.1.1.i (II)	Marktwert Immobilien	20,83%
163	7.1.3.	Angaben zu Aktienoptionsprogrammen	25,00%
164	7.1.4.	Liste von Drittunternehmen	37,50%
165	7.1.5.	Nahestehende Personen	25,00%

Quelle: Eigene Darstellung.

Aufgrund der nachweisbaren Nichtumsetzung lässt sich also feststellen, dass bei 13 Kodexziffern eine grobe Missachtung des Kodexes vorliegt. Aus der Schnittmenge der beiden Gruppen, Abweichquoten (N.m.B) und Nicht-Befoligungsquoten (Nein), ergibt sich:

**Tabelle 18: Schnittmenge der Abweichquoten und Nicht-Befoligungsquoten**

Punkt	Kodexziffer	Inhalt	Summe N.m.B / Nein
16	2.3.3 (II)	Briefwahl	50,00%
67	4.2.3 (VIII)	Variable Vergütungsteile	25,00%
90	5.1.2 (II)	Zusammensetzung des Vorstands	79,16%
97	5.2 (II)	Rolle Aufsichtsratsvorsitzender	62,50%
109	5.3.3.	Bildung eines Nominierungsausschusses	83,33%
127	5.4.6 (II)	Vergütung bei Vorsitz im Aufsichtsrat / Ausschüssen	41,66%
130	5.4.6 (V)	Individualisierte Auflistung der Aufsichtsratsvergütungen	50,00%
149	6.6.	Veröffentlichung von Aktiengeschäften	25,00%

Quelle: Eigene Darstellung.

Im weiteren Verlauf des Kapitels werden Annahmen formuliert, was mögliche Gründe für die Missachtung bestimmter Kodexziffern sein könnten. Die Regelmäßigkeiten in der Verteilung von Umsetzung, Nichtumsetzung, fehlender Angabe oder Begründung lässt es hochplausibel erscheinen, dass es sich um keine Zufallsverteilungen handelt. Anders ausgedrückt: auch beim rein quantitativen Blick auf die Umsetzungsgrade treten Muster hervor, die interpretationsfähige Formen annehmen. Empfehlungen, die explizit oder implizit nicht umgesetzt werden, oder nicht umgesetzt werden betreffen folgende Themen: Zusammensetzung des Vorstandes und des Aufsichtsrates und hier insbesondere die Beachtung von Vielfalt und die Berücksichtigung



von Frauen, Bildung von Ausschüssen und individualisierte Auflistung der Vergütung im Corporate Governance Bericht. Bei klaren quantitativen Vorgaben in diesen Bereichen ist der Anteil an „Nein“ und „K. A.“ überdurchschnittlich hoch.

Empfehlungen, zu denen die Unternehmen besonders oft keine Angaben (K. A.) machen, sind:

**Tabelle 19: Keine-Angabenquoten von den Empfehlungen des CGKI**

Punkt	Kodexziffer	Inhalt	Keine Angaben (K.A.)
14	2.3.2.	Einberufung zur Hauptversammlung	54,17%
16	2.3.3 (II)	Briefwahl	33,33%
27	3.4 (IV)	Informations- und Berichtspflichten	58,33%
38	3.8 (III)	Selbstbehalt bei den D&O-Versicherungen / Aufsichtsrat	33,33%
40	3.9.i	Immobilienengeschäfte	66,67%
49	4.1.5 (I)	Vielfalt	70,83%
50	4.1.5 (II)	Berücksichtigung von Frauen in Führungspositionen	66,67%
51	4.2.i (I)	Ausbildung der Vorstandsmitglieder	16,67%
56	4.2.2 (II)	Vergütungssystem für den Vorstand	25,00%
59	4.2.2 (V)	Vergütungsexperte	45,83%
64	4.2.3 (V)	Ausgestaltung der variablen Vergütungsteile	25,00%
67	4.2.3 (VIII)	Variable Vergütungsteile	41,67%
69	4.2.3 (X)	Abfindungs-Cap	20,83%
70	4.2.3 (XI)	Zusage für Leistungen infolge eines Kontrollwechsels	37,50%
78	4.3.4 (I)	Offenlegung Interessenskonflikte	16,67%
81	4.3.5.	Nebentätigkeiten Vorstandsmitglieder	66,67%
84	4.3.6.i (III)	Private Immobilienengeschäfte	95,83%
85	4.3.6.i (IV)	Immobilien-spezifische Interessenskonflikte	29,17%
91	5.1.2 (III)	Nachfolgeplanung	70,83%
93	5.1.2 (V)	Wiederbestellung	70,83%
94	5.1.2 (VI)	Altersgrenze für Vorstandsmitglieder	54,17%
97	5.2 (II)	Rolle Aufsichtsratsvorsitzender	12,50%
101	5.2 (VI)	Außerordentliche Aufsichtsratssitzung	62,50%
107	5.3.2.i (I)	Bewertung des Immobilienbestandes	62,50%
115	5.4.1 (IV)	Unterstützung durch die Gesellschaft	62,50%
118	5.4.2 (I)	Anzahl unabhängiger Mitglieder im Aufsichtsrat	45,83%
120	5.4.2 (III)	Zusammensetzung / Aufgaben Aufsichtsrat	45,83%
121	5.4.3.	Wahlen zum Aufsichtsrat	62,50%
123	5.4.4 (II)	Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat	62,50%
125	5.4.5 (II)	Anzahl Aufsichtsratsmandate	20,83%
131	5.4.7.	Teilnahme Aufsichtsratssitzungen	45,83%
135	5.5.i (III)	Privat durchgeführte Immobilien-geschäfte	87,50%
136	5.5.i (IV)	Vermeidung Interessenskonflikte	29,17%
138	5.5.2.	Offenlegung Interessenskonflikte	16,67%
139	5.5.3.	Offenlegung Interessenskonflikte Hauptversammlung	20,83%
141	5.6	Überprüfung Effizienz Aufsichtsrat	33,33%
143	6.1.i	Veröffentlichung Immobilien-geschäfte	79,17%
146	6.3 (II)	Informationen gegenüber den Aktionären	37,50%
148	6.5.	Veröffentlichung Auslandsinformationen	83,33%
160	7.1.2 (II)	Erörterung Halbjahres- / Quartalsfinanzberichten	58,33%
162	7.1.2 (IV)	Veröffentlichung Konzernabschluss / Zwischenberichte	12,50%
166	7.2.1 (I)	Unabhängigkeit Abschlussprüfer	25,00%
167	7.2.1 (II)	Vereinbarungen Abschlussprüfer	37,50%
169	7.2.2.i	Zusätzliche Beratungsleistungen Abschlussprüfer	58,33%
170	7.2.3 (I)	Feststellungen Abschlussprüfer	33,33%
171	7.2.3 (II)	Falsche Angaben zum Kodex	58,33%

Quelle: Eigene Darstellung.

Für die hohen Nicht-Angabe-Quoten kann es verschiedene Gründe geben: Ein Teil lässt sich vielleicht dadurch erklären, dass die Empfehlungen in der Praxis umgesetzt werden ohne Anga-

ben hierzu in der Entsprechenserklärung. Dem widersprechen die inhaltlichen Regelmäßigkeiten in der Verteilung von Umsetzung und Nicht-Umsetzung. Wenn Antworten fehlten, weil die Unternehmen davon ausgehen, es bedürfe sowieso keiner Kenntlichmachung der Umsetzung, dann müssten sich die fehlenden Angaben zufällig über alle Kodexziffern verteilen. Das ist aber nicht der Fall, denn bestimmte Kodex-Ziffern erzielten eine Umsetzung von 100%, und es gälte zu prüfen, ob sich Merkmale finden, die diese verbindet, andere haben auffällig hohe Quoten an Nicht-Umsetzung, die schwerlich darauf zurückzuführen sind, dass die Unternehmen meinten, das verstehe sich sowieso von selbst, allemal dann nicht, wenn die Nicht-Umsetzung aus anderen Unterlagen deutlich wird.

Inhaltliche Gründe könnten sein, dass die Unternehmen meinen, sensible Daten preiszugeben (z.B. Angaben zu Gehältern und Frauenquoten), die Unternehmen den abgefragten Sachverhalt, berechtigter- oder unberechtigterweise, für irrelevant halten, Innovationsdefizite der Unternehmenskultur (z.B. Nutzung von ICT (Information and Communication Technology)), oder, dass die Unternehmen nicht auf dem aktuellen Stand der Kodexfassung sind (Befolgung eines veralteten Kodexes und Angaben hierzu). Diese und weitere Fragen gilt es anhand der vorliegenden Forschungen zum Umsetzungsgrad von CG und anhand der Interviews für diese Arbeit zu beleuchten und mögliche Interpretationen auf ihre Plausibilität zu prüfen; Olivier Elamine glaubt, dass bei klaren quantitativen Angaben in unpopulären Bereichen die hohen Nicht-Angabe-Quoten kein Zufall sind; es sei einfacher, Fragen mit einer ungenauen Antwort zu beantworten als mit einer präzisen Zahl: „I don't think that this is really surprising. It is probably linked to the fact that bigger corporations have more resources and a wider shareholder base. Our company has a legal counsel which you might not have in smaller corporations. One part of the job of the legal counsel is to make sure that we comply with the corporate governance code. So I think it is a question of resources more than anything else. I actually don't think it is coincidence. I think it is intentional because it is much easier to answer a question with a vague answer than with a precise number.“<sup>421</sup> Auch Werder vertritt die Meinung, dass durch Soft law Bestimmungen einige Empfehlungen, wie zum Beispiel zur Altersgrenze, Selbstbehalte bei D&O-Versicherungen oder Vergütungsaspekten eine geringere Akzeptanz erfahren als „interessenneutrale“ Empfehlungen und Anregungen.<sup>422</sup>

Die Untersuchungen zum Umsetzungsgrad der Governance Kodizes gehen, wie oben schon erläutert, von einer Entsprechung zwischen Erklärung und den tatsächlichen Verhältnissen aus. Wie diese Arbeit zeigt, ist das eine zu wohlwollende Annahme und die offenbare Diskrepanz zwischen Erklärung und Wirklichkeit hat immer wieder die Frage der Überprüfung der Entsprechenserklärungen aufgeworfen. Schon der Cadbury Report empfiehlt, dass Wirtschaftsprüfer die Stellungnahme zum Kodex überprüfen und gegebenenfalls vor der Veröffentlichung auf eventuelle Lücken oder Fehler aufmerksam machen sollten.<sup>423</sup> Diese Arbeit hat bei der Abgleichung von Entsprechenserklärung und anderen öffentlichen Dokumenten bei zahlreichen Unternehmen Diskrepanzen festgestellt. Bei fehlenden Angaben, etwa zur Frauenquote in Führungsgremien, zur Vergütungsstruktur und anderen als sensibel erachteten Themen sehen die Unternehmen die Kosten und Schäden, keine Angaben zu machen, für offenbar geringer an als

<sup>421</sup> Interview Elamine (2012), Anhang 3.

<sup>422</sup> Rosen / Werder (2011), S. 21.

<sup>423</sup> Vgl. The Cadbury Report (1992), S. 16.

den wahren Sachverhalt darzustellen. Gleichwohl ist die Frage, ob eine Eindämmung dieser Diskrepanz durch externe Prüfer dem Governance Gedanken förderlich ist. Schäfers sagt hierzu: „Es stellt sich hierbei die Frage, ob nunmehr die Wirtschaftsprüfer die Zertifizierung als Geschäftsfeld für sich entdeckt haben. Es bleibt abzuwarten, wie sich Kodizes und Zertifizierung vertragen und bestmöglich gegenseitig verstärken. Die Zertifizierung ist immer ein Gütesiegel von außen. Wie viel sie letztendlich bringt, ist schwierig zu sagen.“<sup>424</sup> Diese Art von Kritik ist keineswegs neuartig. Dennoch ist man sich darüber einig, dass externe Revision ein wichtiger Bestandteil von Corporate Governance ist.<sup>425</sup>

Die offensichtlichste Erkenntnis der Arbeit ist, dass eine lückenlose Überprüfung des Umsetzungsgrades der Kodizes vor allem in der Immobilienbranche problematisch ist, da viele Angaben zu Bestimmungen, und dies mag noch im Sinne der Kodizes sein, Empfehlungen und Anregungen lückenhaft bzw. fehlerhaft sind. Einer der Gründe hierfür ist das unzureichende Durchsetzungsvermögen der Kodizes hinsichtlich der Punkte 41-44 (Kodexziffer 3.10), die in der aktuellsten nicht immobilienpezifischen Kodexversion leicht abgewandelt wurden: „Über die Corporate Governance sollen Vorstand und Aufsichtsrat jährlich berichten (Corporate Governance Bericht) und diesen Bericht im Zusammenhang mit der Erklärung zur Unternehmensführung veröffentlichen. Dabei sollte auch zu den Kodexanregungen Stellung genommen werden.“ Der erste Teil der Kodexziffern stellt nach wie vor lediglich eine Empfehlung dar und gibt Vorstand und Aufsichtsrat die Option, jährlich im CG-Bericht über CG zu berichten, verpflichtet sie aber nicht dazu. Zusätzlich besteht keine Pflicht, Angaben zu Anregungen und Bestimmungen zu machen. Zumindest die Abgabe eines CG-Berichtes sollte verpflichtend sein und keinen Raum für Freiheiten lassen. Der Gesetzgeber sollte darüber nachdenken den ersten Punkt von Kodexziffer 3.10 von einer Empfehlung in eine Bestimmung umzuwandeln. Dies würde eine Untersuchung des Umsetzungsgrades erheblich vereinfachen, denn momentan haben Aktionäre große Schwierigkeiten nachzuvollziehen, welche Kodexziffern von den Unternehmen umgesetzt werden.

#### **4.3.4 Der Umsetzungsgrad der Immobilienunternehmen im Vergleich zum Umsetzungsgrad der Dax und MDax Unternehmen**

Nachdem die Ergebnisse der Studie in den vorherigen Punkten einzeln dargestellt wurden, sollen sie im folgenden Punkt komparativ mit den Ergebnissen anderer Arbeiten betrachtet werden. In den USA und Großbritannien gibt es eine breite wissenschaftliche Diskussion um die Auswirkungen von Corporate Governance auf Unternehmenserfolg und Unternehmenswerte. Die meisten Studien beschränken sich auf nur eine Corporate Governance Eigenschaft, wie zum Beispiel Eigentumsverhältnisse, Direktions-Zusammensetzung oder Management-Entlohnung. Weir / Laing haben beispielsweise zu zeigen versucht, dass Unternehmen, die den Cadbury Report umgesetzt und einen Vergütungsausschuss eingesetzt haben, eine höhere Marktrendite erzielten.<sup>426</sup> Dahya / McConnell / Travlos haben hingegen einen Zusammenhang zwischen der Umsetzung des Cadbury Reports und der Erhöhung der CEO Fluktuation hergestellt und argu-

---

<sup>424</sup> Interview Schäfers (2012), Anhang 5.

<sup>425</sup> Vgl. Marnet (2007), S. 203.

<sup>426</sup> Vgl. Weir / Laing (2000).

mentiert, dass die CEO Fluktuation empfindlicher gegenüber schlechten Leistungen reagiere.<sup>427</sup> Auf Grund der angewandten Methodik in dieser Arbeit sind lediglich partielle Vergleiche mit den Ergebnissen ähnlicher Studien möglich, etwa mit der von v.Werder / Bartz oder der von Rapp/Wolff. Beide behandeln die Umsetzung einzelner Anregungen und Empfehlungen, diejenige der Bestimmungen wird von diesen Autoren, wie in den meisten deutschen Studien, als selbstverständlich vorausgesetzt.<sup>428</sup>

Der Umsetzungsgrad des Deutschen Corporate Governance Kodexes wird in der deutschen Praxis meist anhand der Entsprechenserklärungen untersucht. Macht ein Unternehmen die Angabe, dass es sich an sämtliche Empfehlungen des Kodexes hält, so gehen diese Studien mehrheitlich davon aus, dass der Kodex in vollem Umfang umgesetzt wird.<sup>429</sup> Ob und wie weit es Angaben zur Umsetzung der einzelnen Bestimmungen, Empfehlungen oder Anregungen macht, wird dagegen nicht untersucht. Nach diesem Prinzip geht auch das „Berlin Center of Corporate Governance“ (BCCG) vor, das sicherlich zu den bedeutendsten Corporate Governance Institutionen in Deutschland zählt. Die Regierungskommission beauftragt das BCCG regelmäßig, Erhebungen zur Kodex-Akzeptanz durchzuführen; das Ergebnis ist der jährliche „Corporate Governance Report“, der ein wichtiger Ausgangspunkt für die vorliegende Arbeit ist. Im Folgenden werfen wir einen Blick auf die Berichte von 2011 und 2012.

Aufgrund der Tatsache, dass sich der DCGK bis zum 26. Mai 2010 nicht geändert hatte (im Mai 2012 und im Mai 2013 wurde er jeweils angepasst) und sich der CGKI seit September 2010 nicht mehr geändert hat, eignen sich sowohl die BCCG Ergebnisse aus dem Jahr 2012 als auch diejenigen aus dem 2011 für den Vergleich mit den Ergebnissen dieser Arbeit. In der Studie aus dem Jahre 2011 stellt die BCCG fest, dass die, seit 2003 im Auftrag der Regierungskommission jährlich durchgeführten Erhebungen zur Kodexakzeptanz gezeigt hätten, dass der Kodex insgesamt von Beginn an eine sehr hohe Befolgungsquote in der Praxis erreicht habe. Dabei sei über Zeit die Kodexakzeptanz tendenziell mit der Größe der Unternehmen bzw. dem Börsensegment der Gesellschaften gestiegen und bei den Empfehlungen grundsätzlich höher ausgefallen als bei den Anregungen.<sup>430</sup> Werder konstatiert bei kleineren Firmen, die nicht so sehr unter der Beobachtung der Investoren und der medialen Öffentlichkeit stehen, häufiger Vorbehalte gegenüber dem Kodex als bei großen, an der Börse gehandelten Unternehmen.<sup>431</sup> Diese Ergebnisse sind im Einklang mit denen der vorliegenden Arbeit, die zu dem Ergebnis kommt, dass die Unternehmen, deren Aktien häufiger gehandelt werden und somit stärker im Fokus der Investoren liegen, einen höheren Umsetzungsgrad aufweisen.<sup>432</sup> Auch scheint sich ein hoher Streubesitz positiv auf den Umsetzungsgrad des Kodexes auszuwirken.<sup>433</sup>

Die Studie aus dem Jahre 2012 untersucht die tatsächliche Einstellung der Wirtschaft gegenüber dem DCGK, um Anhaltspunkte für eine Kodexoptimierung zu finden. Im Gegensatz zur vorliegenden Arbeit erfolgt die Untersuchung aber nicht anhand öffentlich zugänglicher Dokumente, sondern empirische Grundlage ist – wie auch in der Arbeit von Kolb – ein Fragebogen,

---

<sup>427</sup> Vgl. Dahya / McConnell / Travlos (2002).

<sup>428</sup> Werder / Bartz (2011A); Werder / Bartz (2012); Rapp / Wolff (2011); Rapp / Wolff (2012).

<sup>429</sup> Werder / Bartz (2011A); Werder / Bartz (2012).

<sup>430</sup> Vgl. Werder / Bartz (2011A), S. 1285f.

<sup>431</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung (2011B), S. 19.

<sup>432</sup> Vgl. Abschnitt 4.3.1.3 „Umsetzungsgrad und Handelsvolumen“.

<sup>433</sup> Vgl. Wadewitz (2012A), S. 11.

um zu analysieren, inwieweit der Kodex die Zustimmung der Entscheidungsträger als Regulierungskonzept und Funktionsmechanismus genießt und wie sie die Zweckmäßigkeit aller Empfehlungen und Anregungen des DCGK 2010 einschätzen. Hierfür wurden die Fragebögen von über 200 Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzenden von Gesellschaften, die an der Frankfurter Börse gelistet sind, ausgewertet. Zum Untersuchungsgegenstand gehörten sämtliche 487 Unternehmen, die nach Angaben der Deutsche Börse AG an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert waren, die sich nicht in Insolvenz oder Auflösung befanden und ihren gesellschaftsrechtlichen Sitz in Deutschland hatten.<sup>434</sup> Die Hauptergebnisse der Studie zeigen, dass es (1) eine verhalten positive Einstellung der Teilnehmer gegenüber dem Design und Inhalt des DCGK gibt (+29,8 Punkte von einer Skala, die von „-100“ bis „+100“ geht), (2) ein Konsultationsprozess zu Änderungen des Regelwerks von den allermeisten Organvorsitzenden bislang besonders vermisst worden ist (-93,2 Punkte), (3) das Regulierungssystem nur knapp positiv bewertet wird (+7 Punkte) und, (4) die erzielten Wirkungen des Kodex bezogen auf seine Ordnungs- (+67,5 Punkte) und Kommunikationsfunktion (+60,8 Punkte) positiv ausfallen. Auch die einzelnen Anregungen und Empfehlungen werden in der Studie betrachtet. Zusammenfassend kommt sie zu dem Ergebnis, „dass auf der einen Seite keine einzige Bestimmung von der (absoluten) Mehrheit der Untersuchungsteilnehmer als ineffizient oder überflüssig bewertet wird, andererseits erfährt allerdings auch keine der 106 Regelungen eine vorbehaltlose - also von allen Mandatsträgern getragene - Auszeichnung als eher oder sehr zweckmäßig.“<sup>435</sup> Weiterhin ist die Unterscheidung zwischen „harten“ und „weichen“ Empfehlungen wesentlicher Bestandteil des CG Reports. Werder moniert, dass der Inhalt vieler Empfehlungen Raum für Interpretation lasse. Manche Unternehmen überdehnen den Sinn der Empfehlungen, um so in den jeweiligen Entsprechenserklärungen angeben zu können, sie hätten den Kodex in vollem Maße umgesetzt.<sup>436</sup> Das war wesentlich ein Grund, warum in der vorliegenden Arbeit sämtliche öffentlich zugänglichen Unterlagen der Unternehmen untersucht wurden, um die Aussagen in der Entsprechenserklärung so weit wie möglich zu überprüfen. Als Ergebnis lässt sich festhalten, dass eine Vielzahl von Kodexziffern von den kapitalmarktorientierten Unternehmen falsch oder zu permissiv interpretiert wurden. Dem kommt entgegen, dass Empfehlungen und Anregungen häufig sehr vage gefasst sind und große Interpretationsspielräume offen lassen.

Werder hat in seiner Studie „Corporate Governance Report 2011“ schwerpunktmäßig Bestimmungen zur Durchführung der Hauptversammlung und Empfehlung zur Zusammensetzung des Aufsichtsrates<sup>437</sup> untersucht. Sein Sample umfasst 196 Unternehmen, die an der Börse im „General Standard“ notiert sind (also auch nicht immobilien-spezifische Unternehmen). Er kommt bei der Untersuchung ihrer Entsprechenserklärungen zu dem Ergebnis, dass von den Unternehmen, die nicht dem Dax 30 angehören, nur 78,3 Prozent die Kodex-Empfehlungen befolgen (im Dax sind es 96,3 Prozent). Von über 5 Prozent dieser Unternehmen wurde der Kodex sogar vollständig abgelehnt, von anderen mehrere Teile. So weigern sich über die Hälfte der Unternehmen, einen variablen Vergütungsanteil für Aufsichtsratsmitglieder einzuführen sowie einen Selbstbehalt für die Haftpflichtversicherung der Manager und Kontrolleure vorzusehen. Auch in den Bereichen „Altersgrenze“, „Managervergütung“ und „Transparenz“ verweigern

<sup>434</sup> Vgl. Werder / Bartz (2012), S. 869f.

<sup>435</sup> Werder / Bartz (2012), S. 878.

<sup>436</sup> Vgl. Werder / Bartz (2011A), S. 1286f.

<sup>437</sup> Vgl. Werder / Bartz (2011A), S. 1352.

sich viele Unternehmen dem DCGK.<sup>438</sup> Diese Ergebnisse Werders decken sich weithin mit den Bereichen, in denen auch diese Arbeit hohe Nicht-Angabe-Quoten ermittelt hat und stärken das Argument, dass ein hoher Prozentsatz an Unternehmen, darunter auch solche, die dem DCKG und dem CGKI durchaus positiv gegenüber stehen, sich in bestimmten Bereichen nicht mit deren Inhalten identifizieren.

Auch Rapp und Wolff haben in „Kodexakzeptanz 2011“ und „Kodexakzeptanz 2012“<sup>439</sup> alle Entsprechenserklärungen der größten deutschen Börsenunternehmen untersucht und das Verhalten von Unternehmen bzgl. einzelner Empfehlungen analysiert. Die Autoren setzen die Befoligungsquote in Relation zu verschiedenen Unternehmensmerkmalen wie Unternehmensgröße oder Eigentümerstruktur. Die beiden richten ihren Augenmerk auf die von den Gesellschaften gegebenen Erläuterungen für Kodexabweichungen und untersuchen die Reaktionszeit der Gesellschaften auf die, im Frühsommer 2010 veröffentlichte neunte Version des Kodex.<sup>440</sup> So wie die Studie des BCCG, beschränkt sich die von Rapp und Wolff auf die Entsprechenserklärungen der Unternehmen. Sie geht jedoch einen entscheidenden Schritt weiter als jene und analysiert zusätzlich die Angaben zur Umsetzung der Anregungen und Bestimmungen des Kodexes.

Im Jahre 2011 haben 96% der MDax und 97% der Dax Unternehmen die Empfehlungen des DCGK umgesetzt,<sup>441</sup> im Jahr darauf waren es 95,5% (MDax) bzw. 98,1%.<sup>442</sup> Die großen börsennotierten Unternehmen weisen somit eine sehr hohe Kodexakzeptanz auf. Die Werte liegen deutlich über denen der hier analysierten kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen. Nimmt man an, dass die Kodexziffern ohne Angaben automatisch erfüllt wurden – betrachtet man also alle „K. A.“ als „Ja“ – so ergibt sich eine Erfüllungsquote der Empfehlungen von 82,69%. Die restlichen 17,31% setzen sich aus den „N. m. B“ (11,13%) und den „Neins“ (6,17%) zusammen. Während also von über zehn Prozent der Empfehlungen unter Angabe von Gründen abgewichen wird und das in der Entsprechenserklärung kenntlich gemacht wird, wird von 6,17% der Empfehlungen abgewichen, ohne dass darauf in der Entsprechenserklärung eingegangen wird. Dies ist wahrscheinlich auf den geringeren Professionalisierungsgrad der Immobilienbranche gegenüber den Unternehmen aus Dax und MDax zurückzuführen.<sup>443</sup> Diese sehr wohlwollende Gleichsetzung von „K. A.“ und „Ja“ entspricht jedoch, wie oben dargestellt wurde, nicht der Realität. Soweit sich das durch andere Veröffentlichungen der Unternehmen überprüfen ließ, ist davon auszugehen, dass von den Empfehlungen, zu denen keine Angaben zu finden sind (K. A.), ein gewisser Anteil nicht umgesetzt wird, ohne dies in der Entsprechenserklärung kenntlich zu machen.

Betrachtet man die einzelnen Unternehmen, so stellen Rapp / Wolff fest, dass 2010 lediglich fünf (18%) der analysierten Dax Gesellschaften die Empfehlungen zu 100% umsetzten, während 2011 rund ein Drittel, nämlich 10 der analysierten Unternehmen den Kodex vollständig erfüllt hatten. Bei den analysierten MDax Unternehmen zeigt sich ein umgekehrtes Bild. Setzen

---

<sup>438</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung (2011B), S. 19.

<sup>439</sup> Rapp / Wolff (2011); Rapp / Wolff (2012).

<sup>440</sup> Vgl. Rapp / Wolff (2011), S. 1.

<sup>441</sup> Vgl. Rapp / Wolff (2011), S. 2.

<sup>442</sup> Vgl. Rapp / Wolff (2012), S. 2.

<sup>443</sup> Vgl. Interview Schäfers (2012), Anhang 5.

2010 21% der Unternehmen alle Kodexempfehlungen in die Praxis um, so sank dieser Wert im Jahre 2011 auf 11%.<sup>444</sup>

Die größten börsennotierten Unternehmen der Deutschen Börse weichen in beiden Studien besonders oft von den Empfehlungen der vierten und fünften Kodexziffer ab. Während Rapp / Wolff 2011 die höchste Nichtumsetzung noch bei Kodexziffer 5.4.1, bei der es um die Zusammensetzung des Aufsichtsrats geht, beobachtet haben,<sup>445</sup> so war 2012 die Kodexziffer 5.4.6 (Aufsichtsratsvergütung) jene, die die höchste Abweichungsquote (Entsprechensquote von 61,3 Prozent) über alle Gesellschaften hinweg aufwies.<sup>446</sup> Diese Ergebnisse stehen im Einklang mit den Ergebnissen dieser Studie. So haben 66,67% der analysierten kapitalmarktorientierten Immobiliengesellschaften unter Angabe von Gründen den zweiten Teil der Kodexziffer 5.4.1 (Zusammensetzung des Aufsichtsrats) sowie 41,67% der Unternehmen den dritten Teil der Kodexziffer 5.4.6 (erfolgsorientierte Vergütung) nicht umgesetzt.

2010 haben nur 14% der Dax-, nur fünf % der MDax- und nur 8,33% der untersuchten Immobilien- Unternehmen Stellung zu den Kodexanregungen genommen (Ziffer 3.10). Diese Zahl sank 2011 auf nur noch 10 Prozent bei den Dax Unternehmen und stieg auf 9% bei den MDax Gesellschaften.<sup>447</sup> Bei diesen geringen Prozentzahlen stellt sich die Frage nach der Rolle der Anregungen in den Kodizes und ihrer zukünftigen Gestaltung.

Rapp / Wolff kommen bei den Dax und MDax Unternehmen, ebenso wie die vorliegende Arbeit, bei den Immobilienunternehmen zu dem Ergebnis, dass viele eine veraltete Version der Entprechenserklärung benutzten. So wiesen in der vorliegenden Untersuchung nur 3% der Unternehmen eine Reaktionszeit von weniger als drei Monaten auf, 19% reagierten innerhalb von sechs Monaten, 69% innerhalb von neun Monaten und die restlichen 9% noch später. Auch Rapp / Wolff stellen die Frage, ob „gute Governance“ nicht eine schnellere Reaktion der Unternehmen implizieren sollte. Noch Monate nach dem Erscheinen der aktuellen DCGK Version vom 26. Mai 2010, so die Studie von 2011, gab es Unternehmen, die keine aktualisierte Entprechenserklärung abgegeben hatten. Diese Frage stellt sich insbesondere für einige der analysierten Immobilienunternehmen. So hat die GBW AG zum Beispiel für 2011 in den Unternehmenspublikationen Stellung zu der Kodexversion aus dem Jahre 2009 genommen.

Betrachtet man die Ergebnisse der Studie aus dem Jahr 2010, so ergeben sich vielfache Überschneidungen mit den Ergebnissen der vorliegenden Studie: Die Empfehlungen, welche 2010 von den MDax und Dax Unternehmen am häufigsten nicht befolgt wurden, und somit in den Studien als kritisch bezeichnet werden (als „kritisch“ werden jene Ziffern bewertet, die von mehr als 10 Prozent der Unternehmen nicht befolgt wurden), betreffen den Selbstbehalt bei der D&O Versicherung des Aufsichtsrats (Ziffer 3.8), die Vorstandsvergütung (4.2.3), Vorstandszusammensetzung (5.1.2), Diversity und Zielbenennung des Aufsichtsrats (5.4.1), Aufsichtsratsvergütung (5.4.6) und die Veröffentlichung von Anteilsbesitz (6.6). Bei den Dax Unternehmen erwies sich zusätzlich noch Ziffer 5.4.5 (Mehrfachmandate) als kritisch, bei den MDax Unternehmen die Ziffern: 4.2.4 (individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütung), 4.2.5 (Vergü-

---

<sup>444</sup> Vgl. Rapp / Wolff (2011), S. 4; Rapp / Wolff (2012), S. 5.

<sup>445</sup> Vgl. Rapp / Wolff (2011), S. 2.

<sup>446</sup> Vgl. Rapp / Wolff (2012), S. 3.

<sup>447</sup> Vgl. Rapp / Wolff (2012), S. 6.



tungsbericht), 5.3.3 (Nominierungsausschuss), und 7.1.2 (Konzernabschluss). Für das Jahr 2011 erwiesen sich für die Dax Unternehmen nur noch 4 Ziffern als kritisch (4.2.3, 5.1.2, 5.4.1, 5.4.6) und somit 3 weniger als im Jahr zuvor. Bei den MDax Unternehmen ist die Zahl der kritischen Ziffern dahingegen um eine gestiegen, so ist Kodexziffer 2.3.3 hinzugekommen.<sup>448</sup> Bei den Immobilienunternehmen ist die Zahl der Ziffern, die von mehr als 10% nicht befolgt wurden, deutlich höher, nämlich 23 (Vgl. Tabelle 16).<sup>449</sup>

Die gemeinsamen Empfehlungen, die von mehr als zehn Prozent der Dax, MDax und den analysierten Immobilienunternehmen 2010 nicht umgesetzt wurden, sind somit die Ziffern: 3.8, 4.2.3, 5.1.2, 5.4.1, 5.4.6 und 6.6. Die für Dax-Unternehmen kritische Ziffer 5.4.5 (Mehrfachmandate) wurde zwar von weniger als zehn Prozent der Immobilienunternehmen unter Angabe von Gründen missachtet, bei der Analyse der Unternehmensunterlagen wurde aber festgestellt, dass 12,5% der Unternehmen diese Empfehlung missachtet hatten, ohne das in der Entsprechenserklärung kenntlich gemacht zu haben. Die MDax und die Immobilienunternehmen haben außerdem noch folgende kritische Ziffern gemeinsam: 4.2.4 (für diese Ziffer gilt das gleiche wie für Ziffer 5.4.5 – 12,50% der Immobilienunternehmen haben die Ziffer missachtet, dies aber nicht kenntlich gemacht), 4.2.5 (von 20,83% der Immobilienunternehmen missachtet, aber nicht in der Entsprechenserklärung kenntlich gemacht), 5.3.3 und 7.1.2. Somit stellen alle kritischen Dax und MDax Ziffern ebenfalls kritische Immobilienunternehmen Ziffern dar.

Auch Rapp / Wolff kommen zu dem Ergebnis, „dass oftmals für die Nicht-Entsprechung einer Kodexziffer nur eine einzelne Empfehlung innerhalb der Ziffer tatsächlich hauptursächlich ist. Besonders ausgeprägt ist dieser Effekt für die kritischen Ziffern 2.3.3 (Wahrnehmbarkeit der Aktionärsrechte), 3.8 (D&O Versicherung) und 7.1.2 (Konzernabschluss).“<sup>450</sup> Aus diesem Grund macht eine Untersuchung der einzelnen Bestandteile und somit jeder einzelnen Bestimmung, Empfehlung oder Anregung mehr Sinn als Ziffern in ihrer Gesamtheit zu betrachten.

Auch bei weiteren Punkten steht diese Arbeit in Einklang mit den Ergebnissen von Werder / Bartz und Rapp / Wolff. In der Studie von Rapp / Wolff wird zu Kodexziffer 2.3.3 bemerkt: „Die Unternehmen interpretiere in 2011 den Wortlaut in Abs.1 Satz 2 der Ziffer zumeist als implizite Empfehlung dahingehend, dass sie eine nach §118 AktG lediglich fakultative Briefwahl anbie-

<sup>448</sup> Vgl. Rapp / Wolff (2012), S. 7.

<sup>449</sup> 2.3.2 (Einberufung zur Hauptversammlung) (25%), dem zweiten Teil von 2.3.3 (Briefwahl) (29,17%), dem dritten Teil von 3.8 (Selbstbehalt bei den D&O-Versicherungen / Aufsichtsrat) (45,83%), dem ersten Teil von 4.2.1 (Zusammensetzung des Vorstandes) (25%), dem fünften Teil von 4.2.3 (Ausgestaltung der variablen Vergütungsteile) (16,67%), dem achten Teil von 4.2.3 (Variablen Vergütungsteile) (12,50%), dem zehnten Teil von 4.2.3 (Abfindungs-Cap) (25%), dem zweiten Teil von 5.1.2 (Zusammensetzung des Vorstandes) (33,33%), dem sechsten Teil von 5.1.2 (Altersgrenze für Vorstandsmitglieder) (25%), dem zweiten Teil von 5.2 (Rolle Aufsichtsratsvorsitzender) (50%), dem ersten Teil von 5.3.1 (Bildung von Ausschüssen) (50%), dem ersten Teil von 5.3.2 (Einrichtung eines Prüfungsausschusses) (54,17%), dem zweiten Teil von 5.3.2 (Kenntnisse Vorsitzender Prüfungsausschuss) (54,17%), dem ersten Teil von 5.3.2.i (Bewertung des Immobilienbestandes) (20,83%), 5.3.3 (Bildung eines Nominierungsausschusses) (70,83%), dem zweiten Teil von 5.4.1 (Zusammensetzung des Aufsichtsrats), 5.4.3 (Wahlen zum Aufsichtsrat) (12,50%), dem zweiten Teil von 5.4.6 (Vergütung bei Vorsitz im Aufsichtsrat / Ausschüssen) (20,83%), dem dritten Teil von 5.4.6 (Erfolgsorientierte Vergütung Aufsichtsratsmitglieder) (41,67%), dem fünften Teil von 5.4.6 (Individualisierte Auflistung der Aufsichtsratsvergütungen) (16,67%), 6.6 (Veröffentlichung von Aktiengeschäften) (12,50%), zum zweiten Teil von 7.1.2 (Erörterung Halbjahres- / Quartalsfinanzberichte) (12,50%), zum vierten Teil von 7.1.2 (Veröffentlichung Konzernabschlusses / Zwischenberichte) (58,33%).

<sup>450</sup> Rapp / Wolff (2012), S. 3.

ten sollen.<sup>451</sup> Gleiches lässt sich für die analysierten Immobiliengesellschaften sagen, bei denen die Angaben zur Briefwahl besonders oft lückenhaft waren. Die von Werder untersuchten Entsprechenserklärungen verstoßen teilweise gegen das Aktiengesetz. So sind über die Hälfte der Erklärungen nicht in allen Punkten gesetzeskonform, oft sind die Erklärungen in den Internetauftritten schwer zu finden und in 33 von 196 Fällen gab es überhaupt keine aktuellen Angaben zur Einhaltung des Kodexes.<sup>452</sup> Bei der vorliegenden Studie wurde oft über andere Dokumente festgestellt, dass die Angaben in der Entsprechenserklärung lückenhaft oder sogar fehlerhaft waren. Die Dax und MDax Unternehmen weisen in den aufgeführten Untersuchungen einen wesentlich höheren Umsetzungsgrad auf als die hier analysierten kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen. In diesem Zusammenhang zeigen die größeren deutschen Unternehmen nicht nur eine höhere Transparenz, sondern setzen die Kodexziffern auch präziser um. Beispiel hierfür ist die Einführung von langfristigen Vergütungskomponenten, die auf Nachhaltigkeit ausgerichtet sind. BASF, Bayer, Metro und Siemens geben an, dass ihre Vergütungsstruktur für Vorstände und Aufsichtsratsmitglieder diesen Anforderungen entspricht.<sup>453</sup> Genauere Studien zur Ausgestaltung der Vorstandsvergütungsstruktur und der LTI (Long Term Incentives) mittlerer und kleiner Aktiengesellschaften liegen für Deutschland nur lückenhaft vor.<sup>454</sup>

#### 4.4 Zusammenfassung

Ziel des vierten Kapitels war es, in einem ersten Schritt das Untersuchungssample und die Untersuchungsmethodik zu bestimmen. Die vorliegende Arbeit beschränkt sich auf kapitalmarktorientierte Immobilienunternehmen, die in ihren Veröffentlichungen erklären, den DCGK bzw. den CGKI zu befolgen. Untersuchungsgegenstand waren alle öffentlich zugänglichen Dokumente, über die der „Umsetzungsgrad“ der Kodizes bestimmt werden konnte. Der DIMAX eignete sich für diese Untersuchung am besten, da er nur Unternehmen enthält, die den Großteil ihres Umsatzes mit Immobilien bzw. Immobiliengeschäften erzielen. Er wurde 1995 vom Bankhaus Ellwanger & Geiger aufgelegt, wird alle drei Monate überprüft und angepasst und ist der erste umfassende Aktienindex deutscher Immobilienunternehmen. Er setzte sich am 31.01.2011 aus 75 Unternehmen zusammen.

Aus dem DIMAX wurden jene Unternehmen untersucht, die den DCGK für Kapitalgesellschaften befolgen und jährlich eine Entsprechenserklärung abgeben müssen. Dies gilt nur für deutsche börsennotierte Unternehmen, nichtdeutsche Unternehmen mussten deshalb von der Untersuchung ausgeschlossen werden. Einige Unternehmen wurden wegen ihrer geringen Marktkapitalisierung oder niederen Handelsvolumens nicht berücksichtigt und schließlich fielen noch jene Unternehmen aus dem Sample, die für den Untersuchungszeitraum keinen Geschäftsbericht veröffentlicht hatten und jene die angaben, dass sie die Kodizes nicht befolgen. Das betraf acht der wichtigsten Unternehmen und ist ein erster Hinweis auf eine eher schwache Verankerung der Governance in der Immobilienbranche. Lediglich eine Minderheit der Unternehmen nimmt Bezug auf den immobilienpezifischen Kodex, die meisten verharren beim allgemeinen

---

<sup>451</sup> Rapp / Wolff (2012), S. 8.

<sup>452</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung (2011B), S. 19.

<sup>453</sup> Vgl. Koch / Stadtmann (2011), S. 239.

<sup>454</sup> Vgl. Koch / Raible / Stadtmann (2012), S. 111.

DCGK. Somit konnte schon bei der Bestimmung des Samples festgestellt werden, dass sich der immobilienpezifische Kodex noch nicht ausreichend in der Branche etabliert hat.

Nachdem das Sample auf 24 Unternehmen eingegrenzt worden war, galt es, die Methode für die quantitative Bestimmung des Umsetzungsgrades des CGKI darzustellen und zu begründen. Quellen für die Untersuchung des Umsetzungsgrad des DCGK bzw. des CGKI waren die Entsprechenserklärungen sowie alle öffentlich zugänglichen Dokumente der Unternehmen, die über die Entsprechenserklärung hinaus Aufschlüsse darüber zulassen, ob die Bestimmungen, Empfehlungen und Anregungen des DCGK bzw. des CGKI rezipiert wurden. Als öffentlich zugänglich gelten jene Dokumente, die das Unternehmen auf seiner Homepage veröffentlicht hat.

Der Betrachtungszeitraum für die Unternehmenspublikationen sind die Jahre 2010 und 2011. Auf der empirischen Grundlage der Inhaltsanalyse der verschiedenen Unterlagen wurde in der empirischen Studie anhand eines selbstentwickelten Scoring-Systems bestimmt, inwieweit das jeweilige Unternehmen den immobilienpezifischen Corporate Governance Kodex umgesetzt hat. Die veröffentlichten Informationen wurden dabei keiner weiteren Überprüfung auf ihren Wahrheitsgehalt unterzogen in der Annahme, dass die Unternehmen keine wesentlichen Falschangaben zu den Kodexziffern machen.

Für das Scoring-System wurde der Kodex in möglichst eindeutige operative Kriterien übersetzt. Unter Zuhilfenahme der „Checkliste Deutscher Corporate Governance Kodex – Juni 2010“ von Clifford Chance wurden die Kodexziffern so umformuliert, angepasst und aufgeteilt, dass anhand der öffentlichen Dokumente der Unternehmen jeder der Unterpunkte mit „Ja“, „Nein“, „Keine Angaben“ oder „Nein mit Begründung“ beantwortet werden konnte. Für jede Bestimmung, Empfehlung und Anregung war somit eine von vier Erfüllungsgraden möglich, die für Bestimmungen wurde höher gewichtet als die für Empfehlungen und jene höher als die für Anregungen.

Bei der Reihenfolge der Immobilienunternehmen nach „Umsetzungsgrad“ des immobilienpezifischen Kodex wird unmittelbar eine große Spannweite von fast vollständiger zu einer Umsetzung von nur einem Drittel des DCGK bzw. des CGKI deutlich. In einem ersten Schritt ermöglichen es diese Prozentzahlen, Unternehmen zu identifizieren, die aus CG-Sicht für eine Zertifizierung durch die „Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V.“ in Frage kommen. Wenig aufschlussreich war die Korrelation des Umsetzungsgrades mit zentralen Variablen wie Unternehmenswert (negative Korrelation), Unternehmensgröße (kein signifikanter Zusammenhang) und Handelsvolumen (positive Korrelation).

Weder diese noch andere Korrelationen zwischen relevanten Variablen für Immobilienunternehmen und dem Umsetzungsgrad sind jedoch mit kausalen Zusammenhängen zu verwechseln. Der DCGK bzw. der CGKI beziehen sich auf eine Vielzahl von Handlungsfeldern und der Umsetzungsgrad fasst eine komplexe Realität in eine einzige Kennziffer. Korreliert man sie mit anderen Variablen, die die Performance der Unternehmen widerspiegeln, bleibt unklar, wer wen bedingt. Erwirtschaften Unternehmen mehr Vermögen durch einen hohen Umsetzungsgrad? Oder weisen Unternehmen einen hohen Umsetzungsgrad auf, da sie sich CG „leisten“ können? Oder hängen beide dieser Faktoren von einem dritten Faktor ab, der nicht Teil des hier entworfenen Rahmens ist?

Ökonometrische Analysen liefern mit hoher Wahrscheinlichkeit sinnhaft relevante Ergebnisse, wenn genau abgrenzbare Phänomene korreliert werden, die zeitlich nahe beieinander liegen. Gleiches gilt für die Einflüsse von einzelnen CG-Eigenschaften. Schwieriger wird es, mit einer Regressionsanalyse mit der Variable „Umsetzungsgrad“ zu sinnhaft interpretierbaren Ergebnissen zu gelangen. Die in den Umsetzungsgrad einfließenden Faktoren sind zu vielfältig, um bestimmen zu können, ob dieser als Ganzes einen Einfluss auf den Aktienkurs oder die Gewinne eines Unternehmens hat. In dieser Arbeit wurden die untersuchten Unternehmensunterlagen außerdem zu unterschiedlichen Zeitpunkten veröffentlicht und somit auch zu unterschiedlichen Zeitpunkten untersucht. Gewiss haben bestimmte einzelne der untersuchten veröffentlichten Kennzahlen Einfluss auf den Aktienkurs von Unternehmen, die aggregierten Daten die für die Untersuchung des Umsetzungsgrades herangezogen wurden haben aber höchstens einen Einfluss auf langfristige Investitionsentscheidungen.

Der zweite Teil der empirischen Untersuchung wechselt die Perspektive und betrachtet nicht die Unternehmen und ihre Rangfolge bei der Umsetzung der Kodizes, sondern nimmt die einzelnen Kodexziffern ins Visier und versucht, mögliche Muster im Umgang mit ihnen bei den untersuchten Unternehmen aufzuspüren. Interessant sind hierbei alle Zifferausprägungen: welche Kodexziffern befolgt ein Großteil der Unternehmen und macht diese Umsetzung kenntlich? Welche Ziffern werden nicht umgesetzt und bei welchen ist die Umsetzung unklar?

Anhand der Unternehmensunterlagen ist es in den meisten Fällen möglich zu bestimmen, ob die Kodexbestimmungen umgesetzt worden sind. Obwohl es sich um gesetzliche Regelungen handelt, an die sich die Unternehmen ohnehin halten müssen, machen sie diese Tatsachen explizit kenntlich. Es stellt sich also schon hier die Frage, auf die noch ausführlich einzugehen sein wird, ob es nicht sinnvoll wäre, die Bestimmungen aus dem Kodex zu streichen. Es zeigt sich auch, dass die Unternehmen besonders oft zu den Anregungen keine Stellung nehmen, vielleicht weil sie diese als irrelevant erachten.

Beschränkt man sich auf die Empfehlungen, so spiegelt diese Untersuchung starke Defizite im Immobiliensektor wider. Es sind 23 Empfehlungen als kritisch zu bezeichnen. Besondere Beachtung verdienen jene Empfehlungen, für die objektiv anhand anderer Dokumente nachprüfbar war, dass sie nicht umgesetzt wurden, dieser Umstand aber in der Entsprechenserklärung nicht gesondert kenntlich gemacht wurde („Nein“). Aufgrund der nachweisbaren Nichtumsetzung lässt sich also feststellen, dass bei 13 Kodexziffern eine grobe Missachtung des Kodexes vorliegt: Die Nicht-Umsetzung der einzelnen Empfehlungen, die anhand von Internetauftritten, Geschäftsberichten und Satzungen festgestellt werden konnte, hätten eigentlich in den Entsprechenserklärung kenntlich gemacht werden müssen.

Im weiteren Verlauf des Kapitels werden Annahmen formuliert, was mögliche Gründe für die Missachtung bestimmter Kodexziffern sein könnten. Die Regelmäßigkeiten in der Verteilung von Umsetzung, Nichtumsetzung, fehlender Angabe oder Begründung lässt es hochplausibel erscheinen, dass es sich um keine Zufallsverteilungen handelt. Anders ausgedrückt: auch beim rein quantitativen Blick auf die Umsetzungsgrade treten Muster hervor, die interpretationsfähige Formen annehmen. Es fällt unmittelbar ins Auge, dass es sich um eine klar definierte Gruppe von Empfehlungen handelt, die intentional nicht umgesetzt werden, ohne dass dies kenntlich gemacht wird: Zusammensetzung des Vorstandes und des Aufsichtsrates und hier insbesondere

die Beachtung von Vielfalt und die Berücksichtigung von Frauen, Bildung von Ausschüssen und individualisierte Auflistung der Vergütung im Corporate Governance Bericht. Bei klaren quantitativen Vorgaben in diesen Bereichen ist der Anteil an „Nein“ und „K. A.“ überdurchschnittlich hoch.

Inhaltliche Gründe könnten sein, dass die Unternehmen meinen, sensible Daten preiszugeben (z.B. Angaben zu Gehältern und Frauenquoten), die Unternehmen den abgefragten Sachverhalt, berechtigter- oder unberechtigterweise, für irrelevant halten, Innovationsdefizite der Unternehmenskultur (z.B. Nutzung von ICT), oder, dass die Unternehmen nicht auf dem aktuellen Stand der Kodexfassung sind (Befolgung eines veralteten Kodexes und Angaben hierzu). Diese und weitere Fragen gilt es anhand der vorliegenden Forschungen zum Umsetzungsgrad von CG und anhand der Interviews für diese Arbeit zu beleuchten und mögliche Interpretationen auf ihre Plausibilität zu prüfen.

Die Frage, ob und in welcher Form externe Prüfer zu einer Eindämmung der Diskrepanz zwischen Erklärung und tatsächlichem Verhalten beitragen können, ist offen geblieben. Dennoch ist man sich darüber einig, dass externe Revision ein wichtiger Bestandteil von Corporate Governance ist, so schwierig das im Einzelfall sein mag.

Die Ergebnisse des empirischen Teils der Untersuchung wurden in qualitative Interviews ausgewählten Entscheidungsträgern aus dem Bereich der Immobilienwirtschaft und wichtigen Experten aus dem CG-Bereich präsentiert, um zu den zentralen Ergebnissen Stellung zu nehmen. Die Ergebnisse der Interviews sind in das fünfte Kapitel mit eingeflossen. Es handelt sich um fünf Interviews mit hochqualifizierten Vertretern aus Praxis und Theorie, die eine wichtige Ergänzung und Interpretation der quantitativen Ergebnisse der Untersuchung zum Umsetzungsgrad darstellen.

Die wissenschaftliche Aussagekraft der Argumente, die bei den einzelnen Ziffern in dieser Arbeit vorgetragen werden, stützt sich auf Plausibilität eines qualitativen, interpretativen Vorgehens. Interpretationsmaterial sind dabei die hier diskutierten Daten der empirischen Untersuchung, im weiteren Verlauf der Arbeit die Ergebnisse anderer Untersuchungen und allgemeiner des Stands des wissenschaftlichen Diskurses zu den angesprochenen Fragen und die Aussagen von Wissenschaftlern und Praktikern in den Experteninterviews. Die Muster, die sich in den Verteilungen der Befolgungsgrade in der empirischen Untersuchung ergeben zusammen mit der wissenschaftlichen Diskussion und den Experteninterviews stützen die Aussagen der vorliegenden Arbeit jenseits eines subjektiven, beliebigen Wähnens.

## 5 Der Corporate Governance Kodex in der deutschen Immobilienwirtschaft – Schlussfolgerungen und Ausblick

In diesem Kapitel sollen die Ergebnisse der Arbeit zusammengeführt und darauf überprüft werden, was sie zur Sinnhaftigkeit der Governance Kodizes, genauer jedoch zum Zusammenhang zwischen Wahrnehmung durch die Akteure und Umsetzungsgrad beitragen können. Dazu sollen die deutsche und internationale Diskussion, die Ergebnisse der vorliegenden empirischen Untersuchung und die Interviews mit wichtigen Akteuren herangezogen werden, in der Hoffnung, daraus begründete Vorschläge für die zukünftige Strategie der Corporate Governance Policy in der deutschen Immobilienwirtschaft ableiten zu können.

### 5.1 Zur Struktur des Kodex

Die Frage nach dem Umsetzungsgrad des DCGK im Allgemeinen und des immobilien-spezifischen im Besonderen ist eng verknüpft mit der Frage nach der Rolle von Corporate Governance als Regelwerk, das zwischen Markt und Gesetz angesiedelt ist und mit der konkreten Ausgestaltung der Kodifizierung – ihrer Form, Funktion und Verbindlichkeit. Die grundsätzlichs-te Kritik an dem Governance Gedanken kommt aus der neoliberalen Schule, die darauf abhebt, dass es einziges Unternehmensziel sein muss, den Profit zu maximieren und dafür alle Strategien legitim sind, die nicht explizit gegen Gesetze verstoßen.<sup>455</sup> Governance Kodizes sind in dieser Sichtweise bestenfalls überflüssiges Beiwerk, im schlimmsten Fall gefährden sie das Unternehmensziel durch außerökonomische, destruktive Interferenzen.<sup>456</sup> Corporate Governance wird in dieser Lesart keinerlei ökonomischer Stellenwert zugeordnet, etwa zu Allokations-, Effizienz- und Verteilungsfragen, sondern sie ist lediglich Ausdruck destruktiver politischer Macht.<sup>457</sup>

Eine differenziertere Kritik am Governance Gedanken hat die psychologischen Effekte der Auskunftspflicht auf das Führungspersonal im Visier. Der Druck, in der Entsprechungserklärung umfassend Auskunft über und Rechtfertigung für das eigene Handeln geben zu sollen, wird in dieser Perspektive von den Führungskräften als Misstrauen gelesen und schwächt ihre intrinsische Motivation. Nippa und Petzold sprechen von den „vergessenen Kosten der Corporate Governance“, der Verhaltenswirkung genereller Regelungen.<sup>458</sup> Die Autoren gehen davon aus, dass Governance vorwiegend oder ausschließlich im Rahmen der Agency Theorie als Überwachungs- und Kontrollmechanismus dient. „Die konzeptionelle Diskussion konkreter institutioneller Gestaltungsmöglichkeiten und Wirkungsweisen solcher Maßnahmen wurde den Grundannahmen und Konstellationen entsprechend unter dem Begriff ‚Corporate‘ Governance geführt.“<sup>459</sup> Sie gehen noch eins weiter und warnen davor, den Governance Begriff unzulässig auszuweiten und dadurch das Handlungsfeld noch unübersichtlicher und tendenziell kontraproduktiv zu gestalten. „Inzwischen führt die Popularität der Thematik in Wissenschaft und Praxis zu einem inflationären Gebrauch des Begriffes Corporate Governance.“ Damit „steht zu befürchten, dass

---

<sup>455</sup> „Wer nur die Gesetze erfüllen will, für den ist der Kodex überflüssig und lästig.“, Döring (2013), S. 8.

<sup>456</sup> Vgl. Friedman (1970), S. 32f.

<sup>457</sup> Vgl. Schmidt / Weiß (2009), S. 162.

<sup>458</sup> Vgl. Nippa / Petzold (2005), S. 251-268.

<sup>459</sup> Nippa / Grigoleit (2006), S. 4.

die unter spezifischen Annahmen modellierten Maßnahmeempfehlungen zur Verhaltenssteuerung von Managern unreflektiert auf andere Kooperationskonstellationen übertragen werden und damit ineffiziente Systeme begründen.<sup>460</sup> Nach Ansicht der Autoren handelt es sich um eine zu individualistische Sichtweise, die ein pessimistisches Menschen- und Managerbild unterstellt. „Gestaltungsempfehlungen zur Corporate Governance werden nach einhelliger Meinung von agency-theoretisch fundierten Forschungs- und Gestaltungsbeiträgen dominiert und beruhen somit überwiegend auf einem negativen, pessimistischen Managerbild, daraus abgeleitem Misstrauen sowie den entsprechenden Maßnahmen.“<sup>461</sup>

Dies scheint eine übereilte Schlussfolgerung. Die Check-Liste beispielsweise, die Pilot und Ko-Pilot abarbeiten, bevor sie den Flug starten, ist nicht Ausdruck von Misstrauen, sondern eine Hilfe, nichts zu übersehen oder zu vergessen und dient der Sicherheit aller Beteiligten. Des Weiteren schreibt eine derartige Kritik den Governance Kodizes eine völlig überzogene Wirksamkeit zu. Richtig ist jedoch sicherlich, dass der Umsetzungsgrad der Governance Kodizes eng mit der Wahrnehmung ihrer Funktion durch die Betroffenen verknüpft ist. Werden sie mehr als Kontrolle oder mehr als Hilfestellung wahrgenommen? Als Hilfestellung, die dem wohlverstandenen Eigeninteresse aller Akteure dient oder als Kontrolle zugunsten der einen im Hinblick auf die anderen?

Dieser Abschnitt diskutiert Fragen der Struktur der Governance Kodizes und hier die beiden zentralen Punkte der Trennschärfe in den Formulierungen der Ziffern und des Umfangs, bzw. der Verschlankung. Die Trennschärfe ist zentrales Merkmal für die Aussagekraft der Entsprechenserklärungen; der Umfang des Kodex entscheidet wesentlich über den Aufwand, jene zu erstellen.

### 5.1.1 Trennschärfe

Viele Formulierungen innerhalb der Kodizes sind sehr weit gefasst. Das führt, so das empirische Ergebnis dieser Arbeit,<sup>462</sup> zu hoher Zustimmung, aber es bleibt offen, was diese konkret bedeutet. Beispiele hierfür sind etwa die Kodexziffern 2.2.1 („Die Aktionäre nehmen im Rahmen der satzungsmäßig vorgesehenen Möglichkeiten ihre Rechte vor oder während der Hauptversammlung wahr und üben dabei ihr Stimmrecht aus“), 5.4.1 („Der Aufsichtsrat ist so zusammenzusetzen, dass seine Mitglieder insgesamt über die zur ordnungsgemäßen Wahrnehmung der Aufgaben erforderlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und fachlichen Erfahrungen verfügen“), oder 5.4.5 („Jedes Aufsichtsratsmitglied achtet darauf, dass ihm für die Wahrnehmung seiner Mandate genügend Zeit zur Verfügung steht. Wer dem Vorstand einer börsennotierten Gesellschaft angehört, soll insgesamt nicht mehr als drei Aufsichtsratsmandate in konzernexternen, börsennotierten Gesellschaften oder in Aufsichtsgremien von Gesellschaften mit vergleichbaren Anforderungen wahrnehmen“). Welche Rechte unter Kodexziffer 2.2.1 genau gemeint sind, lässt der Kodex offen, präzise wird er lediglich bei der Ausübung des Stimmrechts. Gleiches gilt für Kodexziffer 5.4.1, hier wird nicht präzisiert, was unter erforderlichen Kenntnissen, Fähigkeiten

---

<sup>460</sup> Nippa / Grigoleit (2006), S. 5.

<sup>461</sup> Nippa / Grigoleit (2006), S. 18.

<sup>462</sup> Vgl. Kapitel 4.

und fachlichen Erfahrungen gemeint ist und unter 5.4.5 bleibt offen, was „genügend Zeit zur Verfügung steht“ bedeutet.

Dem stehen die Anregungen und Empfehlungen gegenüber, die absichtlich Raum für Interpretation lassen. Als Beispiele führt Werder die Kodexziffer 5.5.3 an, in der es um die Beendigung des Mandats eines Aufsichtsratsmitglieds geht, im Falle, dass wesentliche und nicht nur vorübergehende Interessenskonflikte bestehen sollten. Worte wie „wesentlich“ und „vorübergehend“ stellen eindeutig auslegungsbedürftige Begriffe dar. Weitere Beispiele sind Kodexziffer 3.6 wonach der Aufsichtsrat „bei Bedarf ohne den Vorstand tagen sollte“ und Kodexziffer 5.4.2, nach der dem Überwachungsorgan eine „nach seiner Einschätzung“ ausreichende Anzahl unabhängiger Mitglieder angehören soll.<sup>463</sup>

Zugunsten dieser weitgefassten Formulierungen lässt sich sagen, dass der Kodex ein möglichst breites Spektrum abzudecken und jedes relevante Thema zumindest anzusprechen versucht. Damit verbindet sich die Hoffnung, dass bei der Abgabe der Entsprechenserklärung die Entscheidungsträger von den angesprochenen Themen Notiz nehmen müssen und für sie sensibilisiert werden, auch wenn die eigenen Angaben weithin unverbindlich sind. Dieses Argument lässt sich jedoch mit Plausibilität auch gegen die weitgefassten Empfehlungen und Anregungen wenden. Sie fördern Heuchelei und Lippenbekenntnisse. Durch die vagen Formulierungen bleibt viel Platz für Interpretationen und somit für Abweichungen, die es schwierig machen, zu bestimmen, inwieweit die jeweiligen Kodexziffern umgesetzt wurden.

Eng damit zusammen hängt die Pauschalität des Kodexes, wie Werder im Corporate Governance Report 2011 kritisch anmerkt. Auch wenn die Entsprechenserklärung keine unrichtigen Angaben enthält, sagen solche allgemeinen Akzeptanzinformationen häufig wenig darüber aus, „wie die Kodexbestimmungen konkret praktiziert werden. Vielmehr können sowohl die materielle Ausgestaltung als auch die Ernsthaftigkeit und die Vollständigkeit der Umsetzung von Empfehlungen in bestimmten Grenzen variieren, ohne dass deshalb Einschränkungen der Entsprechenserklärung notwendig sind“<sup>464</sup>

Um die Aussagekraft der Entsprechenserklärung zu erhöhen, muss es also darum gehen, allgemein gehaltene Formulierungen soweit zu präzisieren und zu operationalisieren, dass nicht Selbstverständlichkeiten abgefragt werden, sondern die Antworten dem Interessenten möglichst präzise Informationen liefern. Wo das nicht möglich ist, scheint es im Interesse des Umfangs des Kodexes angezeigt, die entsprechenden Ziffern ganz zu streichen.

### 5.1.2 Verschlankung

Während der DCGK 2002 69 Kodexziffern (2.1.1 bis 7.2.4) enthielt, waren es bei der Version vom 15. Mai 2012 bereits 73 Ziffern (2.1.1 bis 7.2.4). Nicht nur die Anzahl ist gewachsen, sondern die einzelnen Kodexziffern sind auch umfangreicher geworden. Anstatt also für neue Vorschriften neue Ziffern einzurichten, haben die Kodex-Kommissionen sie in bestehende integriert und sie so länger und unübersichtlicher gemacht. Hatte der Kodex 2002 noch auf insgesamt zwölfteinhalb Seiten Platz, so liegt der Umfang des aktuellen DCGK aus dem Jahr 2013 schon

---

<sup>463</sup> Vgl. Werder / Bartz (2011A), S. 1286.

<sup>464</sup> Werder / Bartz (2011A), S. 1286.



bei ca. fünfzehn Seiten.<sup>465</sup> Die fortlaufenden Überarbeitungen haben den DCGK immer ausladender und schwerer handhabbar werden lassen. Tendenziell wird der Kodex durch neue Ziffern ergänzt oder die bestehenden werden präzisiert;<sup>466</sup> nur in seltenen Fällen werden Kodexziffern gestrichen.<sup>467</sup>

Seit dem Erscheinen der ersten Kodexversion im Jahre 2002 wurde der Kodex in unregelmäßigen Abständen zehn Mal angepasst. Die erste Überarbeitung fand bereits 2002 statt, weitere Anpassungen erfolgten 2003, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2012 sowie letztmalig 2013. Die Regierungskommission möchte den Kodex zwar nur „So wenig wie möglich, so viel wie nötig anpassen“<sup>468</sup> und dafür sorgen, dass die beiden Jahre ohne Anpassungen (2004 und 2011) keine Ausnahmen blieben, dennoch ist sie z.B. bei Gesetzesänderungen gezwungen, Anpassungen vorzunehmen, da – solange er gesetzliche Regelungen enthält – die Bestimmungen des Kodexes zwingend auf den aktuellen Stand gebracht müssen. 2012 und 2013 wurden die beabsichtigten Änderungen, ähnlich wie die europäischen Grünbüchern, erstmalig vorab zur Diskussion gestellt.

Einige der interviewten Experten sprechen sich dafür aus, die deutschen Kodizes gelegentlich zu „verschlanken“. Dagegen spricht der Verlust an Genauigkeit, und dass die immer umfangreicher werdenden Kodizes Ausdruck von Weiterentwicklung sind. Ein so komplexer Gegenstand wie ein CG-Kodex, so Jörn Stobbe, kann nicht in zehn Geboten dargestellt werden: „Jedes Regelwerk muss gelegentlich „verschlankt“ werden, wenn es sich zu weit aufbläht. Aber auch Genauigkeit hat natürlich etwas. Ein Beispiel sind die zehn Gebote, die sich auch immer weiterentwickelt haben. [...] Wenn eine Sache so komplex ist, kann man sie nicht in zehn Geboten darstellen. Es muss aber immer die Balance beachtet werden. Ein weiteres Beispiel sind Kaufverträge, dort gibt es Mustersammlungen, in die jeder seine Erfahrungen mit einbringt. Aber was ist da das Wesentliche? Das kann und darf man nicht zu häufig machen. Auf keinen Fall darf ein solches Regelwerk völlig umgeschrieben werden. Nach zehn Jahren hat sich ein großer Teil der Unternehmen gerade daran gewöhnt und sich darauf eingestellt. Da wäre ich behutsam. Ich würde es auf keinen Fall ganz umschmeißen sondern eher behutsam „verschlanken“.“<sup>469</sup> Andere haben eine noch drastischere Meinung und sprechen sich dafür aus, die Bestimmungen ganz aus den Kodizes zu entfernen, da es sich um Gesetze und somit um offensichtlich zu befolgende Regeln handelt: „As I said, for me the obvious things should not be in the code.“<sup>470</sup>

Im zehnten Jahr seines Bestehens wurde der Kodex unverändert gelassen. Nach Meinung von Jahn eine sinnvolle „Verschnaufpause“. Er kritisiert in seinem Beitrag die seiner Meinung nach

---

<sup>465</sup> Diese Tendenz ist allgemein zu verfolgen. So hatte etwa der australische Bosch Report 1991 22 Seiten, 1993 waren es schon 39 und 1995 schließlich 58 Seiten, vgl. Plessis / Luttermann (2012), S. 458.

<sup>466</sup> Für eine Übersicht der vorgenommenen Änderungen im Laufe der Zeit vergleiche auch Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex: <http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex/aenderungen.html>.

<sup>467</sup> Ein Beispiel hierfür ist die Kodexziffer 5.4.6 „Durch die Wahl bzw. Neuwahl von Aufsichtsratsmitgliedern zu unterschiedlichen Terminen und für unterschiedliche Amtsperioden kann Veränderungserfordernissen Rechnung getragen werden.“, DCGK (2007), S. 11.

<sup>468</sup> Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2012D), Folie 2.

<sup>469</sup> Interview Stobbe (2012), Anhang 6.

<sup>470</sup> Interview Elamine (2012), Anhang 3.

übertriebenen, nicht sinnvollen Vorschriften wie zum Beispiel die Vorgaben zur Frauenförderung, die individualisierte Offenlegung von Managergehältern, deren Angemessenheit, die Zeit, die vergehen muss, bis ein ehemaliges Vorstandsmitglied in den Aufsichtsrat wechseln darf sowie die Altersgrenze für Vorstände und Aufsichtsräte, die er wegen des demographischen Wandels als überflüssig bezeichnet. Zwar erachtet er den Kodex prinzipiell als sinnvoll, kritisiert aber die Vorgehensweise der Regierungskommission als zu wenig durchsichtig und als wenig „wirtschaftsnah“. Seiner Meinung nach müssen die Unternehmensführer die Freiheit haben, einige Regeln des Kodexes zu missachten und sich dafür an andere Regelwerke zu halten.<sup>471</sup> Hier wird mit der Kritik am Umfang des Kodexes versucht, inhaltlich unbequeme Klauseln zu kippen, wie etwa die Frauenquote und die Offenlegung der Gehälter.

Eine drastische Verschlinkung des DCGK und seiner immobilienpezifischen Version ergäbe sich, wenn die gesetzlichen Bestimmungen, die etwa 40% des gesamten Textes ausmachen, gestrichen würden. In den letzten Jahren wachsen in Deutschland die Stimmen für diese Lösung. So hat sich etwa der 69. Deutsche Juristentag dafür ausgesprochen „Der Kodex sollte wie in anderen Ländern von der Widergabe gesetzlicher Regelungen entlastet werden“<sup>472</sup>, allerdings hatte der Beschluss eine vergleichsweise knappe Mehrheit (45:35:3). Es gibt gute Gründe, sich auf die „soft laws“ zu beschränken. Selzner befürwortet die radikale „Entschlackung“ des Kodexes mit dem Ziel, den erheblichen finanziellen und organisatorischen Aufwand bei der Erstellung der Entsprechenserklärung zu mindern und die Handhabbarkeit des DCGK zu erhöhen. Neben der Streichung der Bestimmungen, die teilweise missverständlich oder gar unzutreffend seien, sollte auch auf Anregungen verzichtet werden und die Empfehlungen sollten beschränkt werden.<sup>473</sup> Die Entscheidungsträger von – nicht nur immobilienpezifischen – börsennotierten Konzernen hierzulande würden eine Verringerung der Kodexbestimmungen begrüßen.<sup>474</sup>

Auf Grund der empirischen Ergebnisse, der Analyse der anderen Kodizes und Richtlinien und der Meinungen der Experten, scheint es in der Tat sinnvoll, aus deutschen Kodizes die Bestimmungen zu streichen. Die öffentlich zugänglichen Dokumente gehen zum Teil überhaupt nicht auf sie ein. Das ist zwar durchaus im Sinne der Kodizes, die lediglich vorschreiben, auf Abweichungen von Empfehlungen, nicht aber von Bestimmungen einzugehen, die empirischen Ergebnisse zeigen aber, dass unabsichtlich oder absichtlich – diese Frage lässt sich anhand des ausgewerteten Materials nicht beantworten – auch von Bestimmungen abgewichen wird. Der DCGK sollte versuchen, „Stellung zu beziehen“, indem er sich entweder auf die Entscheidungsträger konzentriert und diesen eine Hilfestellung gibt oder wesentlich den Aktionären eine Entscheidungshilfe sein möchte. Im ersten Fall sind die Bestimmungen als „Check-Liste“ zwar sinnvoll, es sollte dennoch davon ausgegangen werden, dass die Entscheidungsträger mit den deutschen Gesetzen vertraut sind und somit die Bestimmungen in jedem Fall kennen und sie befolgen. Hierzu Olivier Elamine: „It might be the case that they are obvious. The management of the company needs to do everything in the best interest of the company, for example it is obvious that you need to obey the law. So it is not the question if it is too vague; certain things

---

<sup>471</sup> Vgl. Jahn (2011), S. 9.

<sup>472</sup> Beschlüsse Deutscher Juristentag (2012) S. 18.

<sup>473</sup> Vgl. Selzner (2012), S. 13.

<sup>474</sup> Börsen-Zeitung (2012A), S. 9.

are just done and don't need to be mentioned in every detail in the annual report."<sup>475</sup> Da in Deutschland Gesetze bereits viele Sachverhalte regeln, eröffnet sich hier Raum für eine Verschlinkung des DCGK. Beispiele für selbstverständliche Kodexziffern sind: Teilnahme an und Ausübung des Stimmrechts bei den Hauptversammlungen, Wahl und Absetzung von Board-Mitgliedern, Beteiligung an den Unternehmensgewinnen, Recht auf Mitwirkung bei Entscheidungen, die grundlegende Veränderungen im Unternehmen betreffen, wie namentlich: 1. Änderungen der Satzung, einzelner Artikel der Satzung oder ähnlicher für die Unternehmensorganisation maßgeblicher Dokumente, 2. Genehmigung von Aktienemissionen.<sup>476</sup>

Wird der Kodex und die Entsprechenserklärung in erster Linie als Entscheidungshilfe für Aktionäre gesehen, fügen die Bestimmungen, auf die in der Entsprechenserklärung nicht eingegangen werden muss, für sie keine wesentlichen Informationen hinzu. Durch das Streichen der Bestimmungen wäre somit weder den Entscheidungsträgern (da sie die gesetzlichen Grundlagen sowieso schon kennen) noch den Aktionären geschadet, da sie anhand der öffentlich zugänglichen Dokumente nicht bestimmen können, ob die Bestimmungen umgesetzt werden.

Die knappe Mehrheit zugunsten der Streichung der Bestimmungen im DCGK spiegelt sich auch unter den Experten im Feld wieder. Weber misst dem Umfang des Kodex weniger Bedeutung bei als vielmehr der Tatsache, dass er durchgehend lesbar sei. Zu den Streichungen der Bestimmungen: „Das war die Mehrheitsmeinung auf dem Juristentag, ich bin damit nicht einverstanden. Ich glaube es ist wichtiger, dass der Kodex an sich durchgehend lesbar ist. Wichtig wäre auch den Kodex so zu gestalten, dass auch Ausländer damit arbeiten können.“<sup>477</sup> Der gleichen Meinung ist Baums: „Diese Information ist für vor allem für ausländische Investoren wichtig. Überdies dient diese Wiedergabe oft als Anknüpfungspunkt für die Empfehlungen des Kodex, der nur mit diesem Kontext besser verständlich und lesbar wird.“<sup>478</sup>

Auch beim Vergleich mit den anderen immobiliennahen Institutionen fällt auf, dass die deutschen Kodizes wesentlich umfangreicher sind. Da sich RICS an die individuellen Akteure wendet, fallen die Vorschriften deutlich kürzer aus. Vergleichbar mit dem DCGK und dem CGKI sind lediglich die INREV Guidelines, die einen ähnlichen Umfang aufweisen. Von den Regelwerken der immobiliennahen Institutionen ist die deutsche immobilien-spezifische Kodexversion sicherlich die umfangreichste, weil zu den Ziffern des DCGK die immobilien-spezifischen hinzukommen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass es hohe Priorität sein muss, die Kodizes stringenter zu gestalten, damit sie leichter handhabbar und damit für die Akteure attraktiver werden. Vage Formulierungen sollten rausgenommen (Ballast abwerfen) oder präzisiert werden (Trennschärfe) und vieles spricht dafür, die Bestimmungen aus dem Kodex herauszunehmen, um ihn schlanker und vor allem für kleinere Unternehmen handhabbarer und bewältigbarer zu machen.

Für 2013 hatte die CG Kommission vorgeschlagen, acht Empfehlungen und eine Anregung zu streichen. Allerdings hat sie neben den Streichungen auch wieder Kodex-Erweiterungen ge-

---

<sup>475</sup> Vgl. Interview Elamine (2012), Anhang 3.

<sup>476</sup> OECD (2004B), S. 20.

<sup>477</sup> Vgl. Interview Weber (2012), Anhang 7.

<sup>478</sup> Wadewitz (2012C), S. 11.

plant, so dass sich beide die Waage halten und die Zahl der Regeln unverändert bleibt (98 Empfehlungen und sieben Anregungen).<sup>479</sup> Die letzten Änderungen des DCGK vom 13. Mai 2013 sind dennoch zu begrüßen: die Kodexziffern 2.3.2, 5.3.4, 5.3.5, 6.1, 6.2, 6.4 und 6.8 aus dem DCGK vom 15. Mai 2012 wurden gänzlich gestrichen, was angesichts der hohen Befolungsquoten der Immobilienwirtschaft zu begrüßen ist (5.3.4 (100% „Ja“), 5.3.5 (33,33% „Ja“, 50% „N.m.B.“), 6.1 (100% „Ja“), 6.2 (91,67% „Ja“), 6.4 (100% „Ja“) 6.8 (I) (95,83% „Ja“) und zur Verschlankeung der Kodizes beiträgt.

Die vorliegende Arbeit hat der Verschlankeung der Kodizes und einem benutzerfreundlichen Format einen hohen Stellenwert beigemessen. Wobei letzteres sowohl für die Erstellung der Entsprechenserklärung gilt als auch für ihre Lesbarkeit und Aussagekraft für die Interessenten. Das Argument gegen die Kodizes, sie steigerten unangemessen die Transaktionskosten scheint allemal für große börsennotierte Unternehmen nicht stichhaltig und ist eher instrumenteller Natur, um die Governance Bewegung<sup>480</sup> insgesamt zu delegitimieren. Gleichzeitig muss es darum gehen, diesen Governance feindlichen Argumenten soweit wie möglich den Boden zu entziehen, indem der Aufwand, Entsprechenserklärungen abzugeben, auf das unbedingt notwendige Maß reduziert wird. Es wäre somit hilfreich, so das Argument der vorliegenden Arbeit, alle vagen Formulierungen auf den Prüfstand zu stellen und entweder zu präzisieren oder zu eliminieren, da sie, wie sich im empirischen Teil gezeigt hat, zu hohen, aber aussagearmen Zustimmungsraten führen.<sup>481</sup>

Das Gesagte gilt allemal für branchenspezifische Kodizes, die den Besonderheiten der Immobilienwirtschaft Rechnung tragen. Die Erweiterung des DCGK um immobilienpezifische Ziffern deckt wichtige Handlungsbereiche ab und ist von der Sache her wohlbegründet, wie auch in den Experteninterviews betont wurde. Auch hier ist wichtiger Teil einer verbesserten Umsetzung eine allgemeine Verschlankeung und eine zügige Aktualisierung. Vorschriften bezüglich Immobilienbewertungen sowie Aus-, Fortbildungen und Erfahrung für Führungskräfte sind in einer nach wie vor wenig transparenten und hochspezialisierten Branche wie der Immobilienwirtschaft unerlässlich und objektiv im Interesse der Akteure.

### 5.1.3 Verbindlichkeit und Steuerwirkung des Kodexes

Die beiden angesprochenen Punkte, Trennschärfe und Verschlankeung, sind eng mit der grundlegenden Frage nach dem Verbindlichkeitscharakter des Kodex verknüpft. Spezifikum des DCGK ist es, dass er die wichtigsten gesetzlichen Bestimmungen in zusammengefasster Form enthält und dieser Teil macht etwa die Hälfte aus, sowie Empfehlungen, die keinen Gesetzescharakter haben, die aber dem „comply or explain“ Prinzip unterliegen und schließlich Anregungen, die nur als solche zu betrachten sind. Da die Erstellung der Entsprechenserklärung

---

<sup>479</sup> Vgl. Börsen-Zeitung (2013A), S. 11.

<sup>480</sup> Vgl. Grechenig / Arlt / Kalss / Bervoets (2002), S. 64-80; Hommelhoff (2001) S. 239f.

<sup>481</sup> So etwa Fear und Kobrak: "Not surprisingly, the amount of information needed to bridge the gap in time and space has grown voluminously. Paradoxically, while most of this information is designed to reduce informational asymmetries and agency costs - that is, to build trust - it has resulted in a considerable increase in information, accounting, and transaction costs that now constitute a large burden to firms in terms of time and money." Fear / Kobrak (2006), S. 48.

selbst wiederum gesetzlich gefordert ist,<sup>482</sup> sind streng genommen zwar nicht die Empfehlungen gesetzlich verpflichtend, sehr wohl aber die Angabe dazu, ob sie befolgt werden und die Begründung, wenn dies nicht der Fall ist. Werder spricht deshalb von dem unklaren gesetzlichen Status des DCGK.<sup>483</sup> Ein weiteres wichtiges Thema ist die Rechtsfolge bei Verstößen gegen § 161 AktG. Die Abgabe einer fehlerhaften Entsprechenserklärung mit wesentlichen Informationsmängeln macht die Entlastungsbeschlüsse von Hauptversammlungen anfechtbar, nicht aber ihre Wahlbeschlüsse. Faktisch zieht die Nichteinhaltung des DCGK kaum Konsequenzen nach sich.<sup>484</sup> Gleichwohl zeigt der DCGK Wirkung, wie etwa eine nicht bestückte Geschwindigkeitsüberwachungskamera. Er bezeichnet korrektes und nicht korrektes Verhalten und erhöht durch die Aufzeichnung von Grenzen die Skrupel, jene zu überschreiten.

Wesentlich vertraut der DCGK, sowohl in seiner allgemeinen wie in seiner immobilien-spezifischen Form auf die Selbstregulierung als Steuerungswirkung,<sup>485</sup> in der Annahme, Vorstand und Aufsichtsrat werden für eine fehlende Erklärung zu wichtigen Ziffern oder jene, sie nicht einzuhalten, vom Markt abgestraft, weil mögliche Anleger verprellt werden. Die Vorgeschichte und der Verlauf der GFK ebenso wie die empirischen Ergebnisse dieser Arbeit zeigen, dass dies nicht der Fall ist. Weder bei den gesetzlichen Bestimmungen noch bei der Selbstregulierung mit Marktsanktionen reicht das Drohpotential aus, um weitverbreitete Devianz zu verhindern. Der jährliche Kodex Report Werder / Talaulicar führt hier in die Irre. Er bildet nur einen engen Ausschnitt der Realität ab, denn er betrachtet die gesetzlichen Bestimmungen immer als zu 100% erfüllt und kommt zu einer hohen Befolgungsquote der Empfehlungen bei den großen deutschen börsennotierten Unternehmen, weil er die Angaben in der Entsprechenserklärung als uneingeschränkt gültig betrachtet und bei fehlenden Angaben davon ausgeht, dass die Empfehlung befolgt wurde.

Das Zwischenergebnis dieser Arbeit ist: Für das Sample der vorliegenden Untersuchung, das einen wichtigen Ausschnitt der großen deutschen Immobiliengesellschaften erfasst, lässt sich eine hohe Diskrepanz zwischen den Anforderungen des DCGK bzw. des CGKI und der faktischen Unternehmenspolitik in den Bereichen aufweisen, die anhand sonstiger, öffentlich zugänglicher Dokumente zu überprüfen waren. Dabei macht es keinen Unterschied, ob es sich um gesetzliche Bestimmungen oder um Empfehlungen handelt. Diese Tatsache wird, wenn auch in nicht systematischer Weise, aus der historischen Betrachtung deutlich, etwa bei den verbreiteten Verstößen gegen den Sarbanes Oxley Act im Vorfeld der GFK und dies trotz der drakonischen Strafen, die dieses Gesetz vorsieht.

Eine erste Schlussfolgerung wäre deshalb: Die Lücke zwischen Kodex und Praxis, die eindeutig zu groß ist – wie groß auch immer der Dunkelbereich sein mag – durch gesetzliche Maßnahmen schließen zu wollen, geht nicht nur am Geist der Governance vorbei, sondern ist auch empirisch wenig erfolgsversprechend. Der Governance Bewegung angemessener wäre es, nicht nach dem Gesetzgeber zu rufen, sondern sich zu fragen, welche inhaltliche Arbeit an den Kodi-

---

<sup>482</sup> Vgl. § 161 AktG. Dazu ausführlich Plessis / Saenger (2012), S. 33-36.

<sup>483</sup> Vgl. Plessis / Saenger (2012), S. 45-48.

<sup>484</sup> Vgl. Mülbart (2012), S. 17-23.

<sup>485</sup> Vgl. Hommelhoff / Schwab (2009), S. 80-83; Plessis / Saenger (2012), S. 17.

zes und im kulturellen Umfeld der Unternehmen notwendig ist, um den Selbstverpflichtungen, die bekanntlich das Kernstück der Governance sind, mehr Bodenhaftung zu verleihen.

Damit relativiert sich auch der scheinbare Widerspruch zwischen „harten“ Gesetzen und „weichen“ Empfehlungen und es gewinnt die Frage an Bedeutung, in welchem Geist die Unternehmen dem Governance Kodex folgen. Schon im Hampel Report von 1998 wird auf dem Hintergrund der Erfahrungen mit dem Cadbury und dem Greenbury Bericht das geistlose „Abhaken“ der Ziffern kritisiert. So ist dort unter Punkt 1.12 zu lesen: „Companies’ experience of the Cadbury and Greenbury codes has been rather different. Too often they believe that the codes have been treated as sets of prescriptive rules. The shareholders or their advisers would be interested only in whether the letter of the rule had been complied with – yes or no. A ‘yes’ would receive a tick, hence the expression ‘box ticking’ for this approach.“<sup>486</sup> So argumentiert auch Mülbert: „Nicht die Befoligungsquote, sondern die Qualität der hierfür von einer Gesellschaft gegebenen Begründungen muss kapitalmarktrelevant sein“<sup>487</sup> Es geht, wie der Hampel Report auch betont, um allgemeine Prinzipien, deren Gültigkeit in den Unternehmen solide verwurzelt sein muss. Auf der Grundlage von „broad principles“ ist dann eine flexible Vorgehensweise sinnvoll. „Good corporate governance is not just a matter of prescribing particular corporate structures and complying with a number of hard and fast rules. There is a need for broad principles. All concerned should then apply these flexibly and with common sense to the varying circumstances of individual companies. This is how the Cadbury and Greenbury committees intended their recommendations to be implemented. It implies on the one hand that companies should be prepared to review and explain their governance policies, including any special circumstances which in their view justify departure from generally accepted best practice, and on the other hand that shareholders and others should show flexibility in the interpretation of the code and should listen to directors’ explanations and judge them on their merits.“<sup>488</sup>

Es sollen deshalb im Folgenden zentrale inhaltliche Punkte des DCGK und seiner immobilien-spezifischen Version und ihre formalen und strukturellen Elemente auf dem Hintergrund ihrer tatsächlichen Umsetzung, der Entwicklung der rechtlichen Situation und des gesellschaftlich-ökonomischen Umfeldes diskutiert werden. Die Schlussüberlegungen werden auf dem Hintergrund der im weiteren Verlauf gewonnenen Erkenntnisse nochmals auf die Fragen von Trennschärfe, Verschlankung, Verbindlichkeit und Steuerungswirkung zurückkommen.

## 5.2 Zentrale inhaltliche Punkte der Kodizes

Dieser Abschnitt diskutiert zentrale inhaltliche Aspekte des DCGK und im Besonderen des immobilien-spezifischen Kodexes und versucht, die Ergebnisse der empirischen Untersuchung des 4. Kapitels, die Experteninterviews (siehe Anhang) und den Diskussionsstand in der Literatur zusammenzubringen. Die folgenden Überlegungen gehen von der Annahme aus, dass für eine erfolgreiche Weiterentwicklung der beiden Kodizes zum einen ihre Struktur und ihr Inhalt zur Diskussion gestellt werden müssen, zum anderen das gesellschaftliche und wirtschaftliche Um-

---

<sup>486</sup> Hampel Report (1998), S. 10.

<sup>487</sup> Mülbert (2012), S. 32.

<sup>488</sup> Hampel Report (1998), S. 10.

feld in die Betrachtung mit einbezogen werden müssen, die wesentlich die Rolle der Kodizes und ihrer einzelnen Ziffern mit bedingen.

Neben einer Verschlankung und Verbesserung der Trennschärfe der Kodizes sind bei den Inhalten die Vergütung von Vorständen und Aufsichtsräten sowie die Frauenquote die in Wirtschaft, Politik und Gesellschaft am intensivsten diskutierten Themengebiete.<sup>489</sup>

### 5.2.1 Vergütung

Die Vergütung<sup>490</sup> von Vorstandsmitgliedern setzt sich in der Regel aus einem festen und einem variablen Teil zusammen. Hinzu können Pensionsaufwendung und Nebenleistungen etwa für Dienstwagen oder Umzugskosten kommen. Der Sinn einer festen Vergütung ist es zum einen, die tägliche Arbeit der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder zu entlohnen, andererseits sollen sie an das Unternehmen gebunden werden, um dessen langfristige Interessen zu wahren. Die variable Vergütung soll einen weiteren Leistungsansporn darstellen und ist an den Unternehmenserfolg gekoppelt. Die variablen Vergütungsbestandteile können aus kurz- oder langfristigen Anreiz-Komponenten bestehen.<sup>491</sup>

Bezahlt werden Vorstandsmitglieder für eine Vielfalt von Aufgaben und Leistungen. Sie entscheiden in ihren Bereichen – und der Vorsitzende für das ganze Unternehmen – die strategische Ausrichtung, Positionierung im Markt sowie die Produktentwicklung. Vorstände planen, weisen an, koordinieren und kontrollieren. Sie müssen über gründliche Kenntnisse in ihren Handlungsfeldern verfügen, ein überdurchschnittliches Urteilsvermögen haben, entscheidungsfreudig, durchsetzungsfähig und machtkompetent sein. Die nötigen Kompetenzen, ein aktiennotiertes Unternehmen zu leiten, sind mit bloßem Auge nicht erkennbar. Maug / Albrecht haben eine Reihe von Untersuchungen zusammengestellt, die mit unterschiedlichen Indikatoren für amerikanische Aktiengesellschaften nachweisen, dass die realen und zugeschriebenen Fähigkeiten des Vorstandsvorsitzenden einen entscheidenden Einfluss auf den Börsenwert der Unternehmen haben. So steht etwa der Kursverlust im Todesfall des Vorstandsvorsitzenden in einem signifikant positiven Zusammenhang zur Höhe der Vergütung.<sup>492</sup> Maug / Albrecht versuchen damit, das klassische Argument zu stützen, die Höhe der Vergütung sei als Ergebnis eines Vertrags zu betrachten, den die Eigentümer als Prinzipal mit dem Vorstand als Agent abschließen. Die Eigentümer gestalten den Vertrag in der Art aus, „dass er die Summe aus Anreiz- und Kontrollkosten minimiert. Der Manager erhält gerade die Vergütung, mit der sich ein Unternehmenswechsel für ihn nicht mehr lohnt.“<sup>493</sup> Gemäß der Markttheorie der Vergütung geht es darum, die richtige Person zu den niedrigsten Kosten anzuziehen, zu halten und zu ermutigen, langfristiges Wachstum voranzutreiben und wertzestörendes zu vermeiden. In dieser Interpre-

---

<sup>489</sup> Vgl. Büschemann (2012), S. 21.

<sup>490</sup> Das aktuelle OECD-Paper „Corporate Governance and the Financial Crisis“ behandelt den Punkt „Vergütung“ ausführlich, vgl. OECD (2010), S. 8-12.

<sup>491</sup> Vgl. Hölz (2011), S. 78.

<sup>492</sup> Vgl. Maug / Albrecht (2011), S. 863.

<sup>493</sup> Balsmeier / Peters (2007), S. 3.

tation wäre der Anstieg der Spitzengehälter Ergebnis von Marktfaktoren, wie etwa dem verstärkten Wettbewerb um Führungstalente.<sup>494</sup>

Tatsächlich fällt es schwer, den sowohl relativ als auch absolut rasanten Anstieg der Vergütungen der Vorstände und Aufsichtsräte der großen Firmen der westlichen Industriegesellschaften einschließlich Deutschlands in den letzten Jahrzehnten allein als Ausdruck freier Marktmechanismen zu erklären. Maug / Albrecht argumentieren, dass die hohen Managereinkommen keine Auswirkung defizitärer Corporate Governance seien.<sup>495</sup> Auch die Globalisierung, die institutionellen Investoren und die wachsende Größe der Unternehmen begünstigen hohe Vorstandsgehälter.<sup>496</sup> Zum rasanten Anstieg der variablen Vergütung hat in den USA ausgerechnet der Gesetzgeber beigetragen. So haben die Reformen unter Präsident Clinton Anfang der Neunzigerjahre dafür gesorgt, dass Optionen oder Boni steuerlich absetzbar und dadurch indirekt sogar subventioniert wurden, Festgehälter aber nur noch begrenzt steuerlich absetzbar waren.<sup>497</sup> Allein im Jahr 2010 stiegen die Gehälter der Vorstandschefs der Dax Unternehmen um 22% wobei der Anstieg im Wesentlichen auf die variablen Barbezüge zurückzuführen war, die im Dax durchschnittlich um 36,47% zunahmen.<sup>498</sup> Während in den vier Jahrzehnten bis zum Ende der Siebzigerjahre das Verhältnis zwischen dem Einkommen des durchschnittlichen Arbeitnehmers und dem der Vorstände der Unternehmen in etwa konstant beim 20-30 fachen lagen, begann sich in den Achtzigerjahren die Schere kontinuierlich zu öffnen.<sup>499</sup> 2005 lag dieser Wert in den USA bei 110.<sup>500</sup> Aber es gibt auch Gegenstimmen. So argumentieren Koch / Raible / Stadtmann, dass das VostAG dafür gesorgt habe, dass sich das Verhältnis zwischen kurzfristiger zu langfristiger variablen Vergütung, zumindest für die Dax und MDax Unternehmen, bei etwa 1:1 einpendelt hat.<sup>501</sup> Problem bei der variablen Vergütung für die Aufsichtsratsmitglieder ist anders als bei den Vorstandsgehältern das Fehlen einer Obergrenze. Sinnvoll erscheint es, eine Regelung einzuführen, die dafür sorgt, dass der variable Anteil nicht über der fixen Vergütung liegt. Ob die Aufsichtsratsmitglieder in naher Zukunft eine Obergrenze für die Vorstandsgehälter festlegen werden, erscheint gegenwärtig eher fraglich.<sup>502</sup>

Im historischen Kontext relativiert sich diese Entwicklung, wenn man sie in Beziehung zu der Unternehmensgröße und dem Verhältnis der Vergütung des Vorstandsvorsitzenden (CEO) zum Marktwert des Eigenkapitals setzt. Je nach gewähltem historischen Kontext und dem gewählten Vergleichsmaßstab erscheint die Höhe der heutigen Vergütungen sehr unterschiedlich und

---

<sup>494</sup> Vgl. Murphy / Zábojnik (2004), S. 193.

<sup>495</sup> Vgl. Maug / Albrecht (2011), S. 876.

<sup>496</sup> Vgl. Koch / Raible / Stadtmann (2012), S. 111.

<sup>497</sup> Vgl. Maug / Albrecht (2011), S. 867.

<sup>498</sup> Vgl. Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (2011).

<sup>499</sup> Vgl. Jensen / Murphy / Wruck (2004), S. 25.

<sup>500</sup> Vgl. Frydman / Saks (2007), S. 8.

<sup>501</sup> Vgl. Koch / Raible / Stadtmann (2012), S. 115.

<sup>502</sup> Vgl. Grass (2012B), S. 3; Auf dem 69. Deutschen Juristentag wurden die Beschlüsse „Der Gesetzgeber sollte keine zwingende Obergrenze für die Vergütung angestellter Vorstandsmitglieder börsennotierter Gesellschaften vorsehen“ (72:7:4), „Auch der Kodex sollte keine zahlenmäßige oder an unternehmensspezifischen Kriterien oder Relationen orientierte Obergrenze für die Vergütung angestellter Vorstandsmitglieder börsennotierter Gesellschaften empfehlen“ (69:13:5) mit großer Mehrheit angenommen, der Beschluss „Die Hauptversammlung sollte gesetzlich ermächtigt werden, eine Obergrenze für die Vergütung der Vorstände in der Satzung festzulegen“ (38:40:6) wurde knapp abgelehnt.



mehr oder weniger dramatisch.<sup>503</sup> Nach Koch / Raible / Stadtmann sind zwischen 1976 und 2009 die Bezüge der Vorstände der rund 1.500 deutschen Aktiengesellschaften insgesamt in ähnlichem Maße angestiegen wie die Bezüge leitender Angestellter oder die Gehälter anderer Angestellter. Anders entwickelte sich allerdings die Vergütung der Vorstände der 100 größten deutschen Unternehmen. Diese stiegen wesentlich rasanter als die Vorstandsvergütungen insgesamt und sind zudem wesentlich variabler.<sup>504</sup> Wenn Bankenvorstände Rekordgehälter von über 10 Millionen Euro erhalten und gleichzeitig tausendfache Stellenstreichungen ankündigen, dann steht das Gehalt allerdings nicht mehr für gefühlte „Gerechtigkeit und Ausgleich für Leistung im Vergleich mit Anderen im Unternehmen.“<sup>505</sup>

Unter anderem durch die Unternehmensskandale von Enron und Worldcom rückten die variablen Vorstandsvergütungen während der letzten Jahre in den Mittelpunkt des öffentlichen Interesses. Im Falle der beiden amerikanischen Unternehmen waren die variablen Entlohnungen der Vorstände mit dem Erfolg des Unternehmens bzw. der Entwicklung des Aktienkurses verknüpft, ein Anreiz, die Gewinne des Unternehmens als zu hoch auszuweisen und insgesamt zu hohe Risiken einzugehen.<sup>506</sup> Kurz nach der Enron Insolvenz 2001 rückte der CEO von General Motors, Jack Welch (2002) und im Jahr darauf der CEO des NYSE, Richard Grasso wegen der Höhe ihrer Vergütungen in das Scheinwerferlicht der Öffentlichkeit. Bei beiden stand nicht ihre Kompetenz oder Leistung in Frage, sondern die Öffentlichkeit reagierte mit Empörung auf die Höhe der Vergütung, vor allem aber auf die mangelnde Transparenz.<sup>507</sup> So waren Einzelheiten über die Bezüge von Jack Welch durch seine Gattin im Rahmen einer konfliktreichen Scheidung an die Öffentlichkeit gelangt. Eines der bekanntesten deutschen Beispiele für eine überhöhte variable Vergütung ist der ehemalige Vorsitzende des Vorstandes der Deutschen Bank AG Josef Ackermann. Nicht nur die gleichzeitige Ankündigung eines Rekordergebnisses und des Abbaus von 6000 Stellen im Frühjahr 2005 sorgten für Empörung in der Öffentlichkeit, sondern auch, dass Ackermann in den Jahren 2004 und 2005 dank der sehr hohen variablen Vergütungsanteile der Spitzenverdiener unter den Managern der im Dax gelisteten Unternehmen war. Die betroffenen Spitzenmanager selbst erkennen die Gefahr der negativen öffentlichen Wahrnehmung in Verbindung mit zu hohen Gehältern; in der Folge verzichtete Ackermann 2008 im Rahmen der Finanzkrise auf seine variable Vergütung.

Diese mit Entlohnungen verbundenen Irritationen in der Öffentlichkeit in den USA, Großbritannien und Deutschland hatten den Erlass von zahlreichen neuen Gesetzen zur Folge (SOX in den USA). In den USA fingen die gesetzlichen Regulierungen und Veröffentlichungspflichten der Vorstandsvergütung bereits mit der Wirtschaftskrise 1934 an, wurde dann mit den Gesetzen von 1973 (Ölpreisschock) und 1993, ebenfalls im Anschluss an die damalige Rezession, fortgeführt.<sup>508</sup> Der Erlass der Gesetze wurde noch von den überproportional gestiegenen Fixgehältern vorangetrieben, die dazu führten, dass die Diskrepanz zwischen dem Einkommen der Spitzenmanager, dem Einkommen der Arbeitnehmer und der Kleinaktionäre von Kapitalgesellschaften

---

<sup>503</sup> Vgl. Maug / Albrecht (2011), S. 860f.

<sup>504</sup> Vgl. Koch / Raible / Stadtmann (2012), S. 110f.

<sup>505</sup> Hans-Böckler-Stiftung (2006), S. 4.

<sup>506</sup> Vgl. Wymeersch (2009), S. 148.

<sup>507</sup> Vgl. Jensen / Murphy / Wruck (2004), S. 1.

<sup>508</sup> Vgl. Maug / Albrecht (2011), S. 859.

weiter stieg. Das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz (VorStOG) reagierte 2005 in Deutschland auf eine Diskussion, die am Anfang des Jahrzehnts Fahrt aufgenommen hatte und durch die Finanzmarktkrise nochmals deutlich beschleunigt wurde und, wie der Fall des Vorstandsvorsitzenden von VW, Martin Winterkorn zeigt,<sup>509</sup> unvermindert anhält. Er begrenzte sein Gehalt 2012 freiwillig auf 14 Millionen Euro, obwohl ihm rund 20 Millionen zugestanden hätten. Die EU-Länder haben die Jahres-Boni, wenn auch auf hohem Niveau auf das ein- bis zweifache des jährlichen Festgehaltes, für Banker begrenzt und am 3. März 2013 ist in der Schweiz ein erfolgreiches Referendum „Gegen die Abzockerei“ durchgeführt worden.<sup>510</sup> Die Vergütung der Gehälter von Aktiengesellschaften, die Zahlung ungerechtfertigter Boni und Abfindungen und die, auf zu kurzfristige Ziele angelegte Vergütungspraxis,<sup>511</sup> stehen somit seit Jahren im Mittelpunkt des öffentlichen Interesses; auch die erste Version des DCGK hat hierzu beigetragen.

Diese Entrüstung, die bis zum heutigen Tag einen guten Teil der Diskussion anheizt, ist im Zusammenhang mit dieser Arbeit nicht unmittelbar von Interesse. Ethische und moralische Fragen zur Vergütung von Vorständen und Aufsichtsratsmitgliedern – so wichtig sie in anderen Zusammenhängen sein mögen – werden hier nur insoweit Gegenstand der Reflexion, wie sie das Wachstum und die Wertschaffung der jeweiligen Unternehmen bedrohen. Im Kontext des Corporate Governance Diskurses ist die Frage des möglichen Beitrags der Vergütung für die Eingrenzung des PA-Problems von Bedeutung. Das PA-Problem stellt sich deshalb in diesem Zusammenhang in Aktiengesellschaften besonders intensiv, weil der Prinzipal, die Aktionäre, nicht direkt die Agenten, sprich Vorstandsmitglieder einstellen und die Bedingungen dafür mit ihnen aushandeln, sondern diese Aufgabe dem Aufsichtsrat übertragen ist. Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, das im August 2009 in Kraft trat, trägt diesem Sachverhalt Rechnung. Die Regelungen gelten für alle Aktiengesellschaften, drei Regelungen speziell für börsennotierte Aktiengesellschaften, die hier bei einer fragmentierten Eigentümerstruktur das PA-Problem zu mindern suchen. Es sind diese die mehrjährige Bemessungsgrundlage bei variabler Vergütung, die zweijährige „Abkühlungsphase“ für ausscheidende Vorstandsmitglieder, die in den Aufsichtsrat des gleichen Unternehmens wechseln wollen und die „Advisory Vote“ der Aktionärsversammlung zur Höhe des Vorstandsgehaltes.

Es deutet vieles darauf hin, dass Gesetze zur Angemessenheit und Offenlegung der Vergütungen von einem Großteil der Betroffenen kritisch gesehen werden. Es handelt sich um Bestimmungen, denen es unter Opportunitätsgesichtspunkten, soweit wie notwendig, Folge zu leisten gilt. Das macht es natürlich für den DCGK und allgemein für alle Kodizes schwer, Compliance zu generieren, wie auch in den Interviews deutlich wird. „Das hat auch etwas mit dem Spannungsfeld von Transparenz und Komplexität zu tun: Wenn man alles in öffentlich zugänglichen Dokumenten publiziert, kann das jeder nachlesen und wenn man dann die Angaben, nehmen wir als Beispiel die Vorstandsgehälter, von außen nicht richtig nachvollziehen kann, werden sie falsch interpretiert. Heute werden beispielsweise große Teile der Gesamtvergütung gestreckt und an Bedingungen geknüpft, die in der Zukunft erst einmal eintreten müssen. Ob sie eintre-

---

<sup>509</sup> Vgl. Hawranek (2013), S. 78.

<sup>510</sup> Vgl. Süddeutsche.de (2013).

<sup>511</sup> Vgl. Maug / Albrecht (2011), S. 859.

ten, weiß man aber nicht. In den Berichten werden aber alle Komponenten aufgeführt, werden aufaddiert und unter dem Strich steht summarisch eine schöne Zahl. Von dieser wird aber möglicherweise nur die Hälfte oder weniger tatsächlich zur Auszahlung gebracht. Da sind Fehlerinterpretationen natürlich vorbestimmt. Das würde ich als primären Grund sehen, warum eine Neigung besteht, auf bestimmte Themen nicht näher einzugehen.“<sup>512</sup>

Wenige würden aufgrund der Erfahrungen der letzten Jahre soweit gehen, die Regulierung von Vorstandsvergütungen überhaupt abzulehnen, die Debatte geht eher um das „wie“ als um das „ob“.<sup>513</sup> Es lassen sich berechtigte Zweifel an der Wirksamkeit des Marktes als Steuerungsmechanismus für die Vergütungen von Vorständen und Aufsichtsräten in Aktiengesellschaften äußern.

Auf genau diese Defizite weist auch das Grünbuch der Europäischen Union hin. Die bereits bestehende europäische Regelung zur Transparenz der Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat wird nicht ausreichend umgesetzt. Die Vorschriften zur Offenlegung der Vergütung und die Möglichkeit der Hauptversammlung, das System zur Vergütung von Vorstandsmitgliedern zu billigen, sind nicht verbindlich, dies gilt auch für den CGKI.<sup>514</sup> Es wird deswegen in Betracht gezogen, die Offenlegung verbindlich zu gestalten, genauso wie die Abstimmung der Aktionäre über die Vergütungspolitik.<sup>515</sup> Auch die OECD kritisiert die Offenlegungsform der Vergütungen. Es sei oft schwierig, den Zusammenhang zwischen der Performance des Unternehmens und den Vorstandsvergütungen festzulegen. Als Parameter nur den Aktienkurs heranzuziehen, geht hierbei nicht weit genug, es ist so zum Beispiel nicht möglich, das Unternehmen mit dem Durchschnitt des Industriezweiges oder des Marktes zu vergleichen. Außerdem seien die Vergütungssysteme oft kompliziert und undurchsichtig und in den allermeisten Fällen sind die Vergütungen nur an positive Entwicklungen gekoppelt und verleiten somit die Entscheidungsträger dazu, ein übermäßiges Risiko einzugehen.<sup>516</sup> Der DCGK und sein immobilienpezifisches Pendant enthalten zwar eine langfristige Komponente, und auch negative Entwicklungen werden berücksichtigt. In welcher Form diese dargestellt werden müssen, bleibt den Unternehmen überlassen, die diese Freiräume durch Nicht-Angaben ausnutzen.<sup>517</sup> Die OECD schlägt außerdem vor, nicht nur die variable Vergütung des Top-Managements anzugeben, sondern auch die von wichtigen Entscheidungsträgern unterhalb des Vorstandes.<sup>518</sup>

Auch in der Kodexkommission hält die Diskussion um die Vergütung an. Einige Mitglieder sind der Meinung, dass eine variable Vergütung für Aufsichtsratsmitglieder abgeschafft werden sollte, andere kritisieren diesen Vorschlag. Zu den großen deutschen Unternehmen, die überlegen, die variable Komponente abzuschaffen, gehören unter anderen die Deutsche Börse, Lufthansa und Henkel. Keine variable Vergütung mehr haben heute schon Adidas, Allianz, Daimler, Eon

---

<sup>512</sup> Vgl. Interview Schäfers (2012), Anhang 5.

<sup>513</sup> Vgl. Maug / Albrecht (2011), S. 875.

<sup>514</sup> „Sie kann über die Billigung des Systems der Vergütung der Vorstandsmitglieder beschließen“, CGKI (2010), S. 4.

<sup>515</sup> Vgl. Link / Gundel / Kovacevic (2011), S. 5f.

<sup>516</sup> Vgl. OECD (2010), S. 8.

<sup>517</sup> Vgl. Kapitel 4.

<sup>518</sup> Vgl. OECD (2010), S. 10.

und Siemens.<sup>519</sup> Die Kritiker der Abschaffung der variablen Vergütung argumentieren, dass die Unternehmen, die auf eine reine Festvergütung umstellen, dies am oberen Ende der Bandbreite und nicht am unteren tun. Ein guter Mittelweg scheint von Bayer gefunden worden sein. Nach der Abschaffung der variablen Vergütung haben sich die Aufsichtsratsmitglieder dazu verpflichtet, 25% ihrer festen Vergütung in Bayer-Aktien zu investieren und diese über die Laufzeit ihres Mandats zu halten.<sup>520</sup>

Es stellt sich allerdings die Frage, wofür die gesetzliche Vorschrift der namentlichen Offenlegung der Höhe der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütungen wirklich dient angesichts der hohen Nicht-Angabe-Quoten in diesem Bereich. Vorschläge aus Großbritannien erscheinen hier etwas extrem, wie etwa der Vorschlag, den Aktionären ein Vetorecht einzuräumen, mit dem sie Entlohnungspakete für Topmanager verhindern können. Zwar haben die britischen Hauptversammlungen schon jetzt die Möglichkeit, über die Gehälter von Vorständen abzustimmen; dieses Votum der Anteilseigner ist bislang allerdings nicht bindend.<sup>521</sup> In diesem Zusammenhang fragt auch die Europäische Kommission, ob eine Abstimmung der Aktionäre über die Vergütungspolitik und den Vergütungsbericht obligatorisch werden sollte,<sup>522</sup> ebenso wie die Offenlegung der Vergütungspolitik, des Jahresvergütungsberichts (ein Bericht über die Art und Weise der Umsetzung der Vergütungspolitik im Vorjahr) und der Einzelvergütung der geschäftsführenden und nicht geschäftsführenden Mitglieder der Unternehmensleitung.<sup>523</sup>

Die sehr fragmentarischen Antworten zu Vergütungsfragen haben in Deutschland, in der Immobilienwirtschaft wie in anderen Bereichen einen wesentlichen Grund in der nationalen Unternehmenskultur. Solange vorwiegend Familienunternehmen, Mehrheitsaktionäre und Banken das Feld bestimmten, waren die Gehälter tatsächlich Privatsache. Alfred Krupp war niemandem Rechenschaft schuldig, welches Gehalt er sich zahlte und das gilt auch heute noch beispielsweise für Herrn Würth. Diese historisch gewachsenen Verhältnisse haben sich trotz fundamental veränderter Rahmenbedingungen durchgehalten. Die Scheu, auch in großen aktiennotierten deutschen Immobilienunternehmen, Höhe und Zusammensetzung der Vergütungen transparent zu machen, vermindert das Vertrauen möglicher Anleger. Wie schon oben ausgeführt, geht es nicht um die absolute Höhe, sondern um die Verfahren, mit denen diese Gehälter festgesetzt werden, die Unabhängigkeit der Gremien, die damit beauftragt sind und die Transparenz. So verständlich das Zögern der Beteiligten aus Furcht vor Sozialneid ist, so wenig lässt es sich in der modernen Unternehmenslandschaft rechtfertigen.

Vermutlich ist die Entwicklung hin zu wachsender Transparenz bei den Vergütungen von Vorstand und Aufsichtsrat irreversibel. Für den DCGK und den CGKI muss das heißen, eine wirkliche Vergleichbarkeit zwischen den Unternehmen durch eine einheitliche Darstellung zu gewährleisten. Das betreffe vor allem die Berechnung der variablen Anteile und der Gehaltseinbußen bei negativen Entwicklungen. Gehaltssysteme sollten zudem auf den Hauptversammlungen zwingend vorgestellt und erläutert werden. Die Anpassungen der Regierungskommission vom

---

<sup>519</sup> Vgl. Grass (2012B), S. 3.

<sup>520</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung (2012D), S. 15.

<sup>521</sup> Vgl. Maisch (2012), S. 15.

<sup>522</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011A), S. 11.

<sup>523</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011A), S. 11.

13. Mai 2013 inklusive der Mustertabellen gehen in diese Richtung.<sup>524</sup> So sollen Unternehmen in Zukunft die für das Berichtsjahr gewährten Zuwendungen einschließlich der Nebenleistungen offenlegen, „ergänzt um die Werte, die im Minimum bzw. im Maximum erreicht werden können.“<sup>525</sup> Ersichtlich werden soll der Zufluss im bzw. für das Berichtsjahr aus Fixvergütung, kurzfristiger variabler Vergütung und langfristiger variabler Vergütung mit Differenzierung nach den jeweiligen Bezugsjahren - bei mehrjährigen variablen Vergütungen und bei der Altersversorgung der Aufwand für das Berichtsjahr.<sup>526</sup>

Die notwendige und begrüßenswerte Präzisierung des DCGK löst jedoch nur einen Teil des Problems. Hinzukommen muss ein Wandel in der deutschen Unternehmenskultur, der Transparenz in der Vergütungspolitik zu einem, von allen geteilten, Wert macht. Sonst müssen sich jene Unternehmen, die diese Kodexziffern präzise beantworten, fragen, warum sie sich die Mühe machen, wenn die anderen ungestraft davonkommen.

### 5.2.2 Frauenquote

Frauen sind in der deutschen Wirtschaft in Führungspositionen stark unterrepräsentiert. Während 51% der Universitätsabschlüsse von Frauen absolviert werden, bekleiden sie nur 31% der Führungspositionen. Bei den 500 wichtigsten Unternehmen machen Frauen lediglich 2,4% des Top-Managements und 10% der Aufsichtsratsmitglieder aus.<sup>527</sup> In den Aufsichtsräten der Dax-30-Konzerne ist der Frauenanteil zwischen 2006 und 2012 von 12% auf gut 19% gestiegen und 97 der 500 Aufsichtsratsmandate werden von Frauen gehalten, der überwiegende Teil davon entfällt jedoch auf die Arbeitnehmerseite.<sup>528</sup> Der Women-on-Board Index 2012 bezieht den kumulierten Anteil von Frauen in Aufsichtsräten und Vorständen im Dax, MDax, SDax, TecDax notierten Unternehmen mit 9,7%.<sup>529</sup> In der Europäischen Union sind die Zahlen noch etwas niedriger: Betrachtet man die größten börsennotierten Unternehmen, sind nur 13,7% der Vorstände und 15% der Aufsichtsräte weiblich, 96 von hundert Firmenchefs sind Männer.<sup>530</sup>

Wenn man davon ausgeht, dass die Distribution der relevanten Fähigkeiten geschlechtsunabhängig ist, lässt sich der geringe Anteil von Frauen nur als Ergebnis von Diskriminierung erklären. Maßnahmen, um diese Diskriminierung zu bekämpfen, berufen sich auf die Menschenrechte<sup>531</sup> und sind mit der modernen Frauenbewegung ab den Siebzigerjahren des letzten Jahrhunderts in relevanter Weise Gegenstand des öffentlichen Diskurses geworden.

---

<sup>524</sup> Vergleiche hierfür Kodexziffern 4.2.2, 4.2.3 und 4.2.5 sowie die Mustertabellen 1 und 2 des DCGK in der Fassung vom 13. Mai 2013.

<sup>525</sup> DCGK in der Fassung vom 13. Mai 2013.

<sup>526</sup> Vgl. Börsen-Zeitung (2013A), S. 11.

<sup>527</sup> Aguirre / Hoteit / Rupp / Sabbagh (2012), S. 43.

<sup>528</sup> Börsen-Zeitung (2012B), S. 10.

<sup>529</sup> Vgl. FidAR (2012).

<sup>530</sup> Vgl. Bolzen (2012), S. 10.

<sup>531</sup> „da die Völker der Vereinten Nationen in der Charta ihren Glauben an die grundlegenden Menschenrechte, an die Würde und den Wert der menschlichen Person und an die Gleichberechtigung von Mann und Frau erneut bekräftigt und beschlossen haben, den sozialen Fortschritt und bessere Lebensbedingungen in größerer Freiheit zu fördern“, Allgemeine Erklärung der Menschenrechte (1948), S. 1.

Der DCGK hat die angemessene Berücksichtigung von Frauen in Vorständen und Aufsichtsräten als Empfehlung aufgenommen, die, wie bei der Auswertung der empirischen Untersuchung gezeigt wurde, auffällig häufig ohne Angabe blieb; die Hälfte bis zwei Drittel der Unternehmen äußern sich zu dieser prominent im Kodex vertretenen Frage nicht. Neben die faktische Diskriminierung tritt also ein weitverbreitetes Ignorieren des Themas, in der Hoffnung, das Schließen der Augen möge diese unangenehme Frage verschwinden lassen. Darauf deutet nichts hin, im Gegenteil alles verweist darauf, dass die schleppende Ausweitung des Frauenanteils in den Vorständen und Aufsichtsräten eine politische Antwort in Form der gesetzlichen Regelung einer Frauenquote finden wird.<sup>532</sup>

Vor allem bei der Frauenquote fühlen sich Unternehmen unter Druck gesetzt, wobei die quasi gesetzliche Wirkungskraft der Empfehlungen besonders moniert wird.<sup>533</sup> Schäfers meint dazu: „Beim Thema Frauenquote bekam der Kodex per se und die Abgabe der Entsprechenserklärung plötzlich einen besonderen Charakter – obwohl es kein Gesetz, sondern lediglich eine Empfehlung ist. Man war sozusagen ein „schwarzes Schaf“, wenn man der Empfehlung nicht folgte. Das wurde insbesondere von den Juristen in den Aufsichtsräten und in den Vorständen stark hinterfragt und natürlich auch kritisiert. Da ist der Kodex, möglicherweise dem Zeitgeist geschuldet, ein bisschen über das Ziel hinausgeschossen. Mit Blick auf das Thema Frauenquote ist für die Immobilienwirtschaft zu sagen, dass wir, bedingt durch den geringen Organisationsgrad und die männliche Dominanz in dieser Branche, sehr wenige weibliche Führungskräfte haben. Das ist, soweit ich es beurteilen kann, bei fast allen Immobilienunternehmen der Fall. Mithin kommt hier die Nähe von Immobilien- und Bauwirtschaft zum Tragen. Wenn dann ‘von oben’ eine Frauenquote von 30-40% verordnet wird und dies in möglichst kurzer Zeit umgesetzt werden soll, tun sich die Unternehmen einfach schwer.“<sup>534</sup>

Frauenquoten sind ein mögliches Instrument, um die Gleichstellung von Männern und Frauen in Führungspositionen voranzutreiben. Sie können unterschiedlich gestaltet werden, die üblichste Form, die in Deutschland zum Beispiel im öffentlichen Dienst zum Tragen kommt, besagt, dass bei gleicher Qualifikation die Bewerberin dem Bewerber vorgezogen wird, bis ein Frauenanteil von X% im entsprechenden Gremium erreicht ist. In der Wirtschaft sind solche Stellenausschreibungen auf Grund des Allgemeinen Gleichbehandlungsgesetzes (AGG), das die Diskriminierung unter anderem aufgrund des Geschlechtes verbietet, nicht ohne weiteres zulässig. Ausnahmen sind zwar möglich,<sup>535</sup> müssen aber begründet werden.

In der zweiten Regierung Merkel trat die damalige Arbeitsministerin Ursula von der Leyen (CDU) für eine gesetzliche Frauenquote ein und forderte, dass die Personalvorstände nicht nur Positionen unterhalb der Top-Etagen mit mehr Frauen besetzen sollten, sondern auch Vorstands- und Aufsichtsratsmandate. Hierbei sollten die Konzerne möglichst konkrete Ziele mit einem ganz konkreten Zeitplan entwickeln, der auch eine Antwort darauf geben sollte, was zu tun sei, wenn diese Ziele verfehlt würden. Die Arbeitsministerin wollte eine Frauenquote von 30 Pro-

---

<sup>532</sup> Vgl. Scheele (2010), S. 2.

<sup>533</sup> Vgl. Börsen-Zeitung (2012A), S. 9.

<sup>534</sup> Interview Schäfers (2012), Anhang 5.

<sup>535</sup> Vgl. § 8 Abs. 1 AGG.

zent bis zum Jahr 2018<sup>536</sup> gesetzlich vorschreiben.<sup>537</sup> In Norwegen gibt es eine staatlich verordnete Frauenquote von 40% für Aufsichtsräte in börsennotierten Unternehmen bereits seit 2003. Die damalige Familienministerin Kristina Schröder (CDU), hingegen sprach sich gegen eine gesetzliche Quote aus und vertraute auf die Selbstregulierung der Konzerne,<sup>538</sup> in der Hoffnung, dass schon in fünf Jahren jede fünfte Führungskraft eine Frau sein würde.<sup>539</sup> Dabei hatte sie Unternehmen wie die Deutsche Telekom im Auge. Thomas Sattelberger, Personalvorstand des Unternehmens, stellte im März 2010 ein Programm vor, mit dem die Zahl der Frauen im Management und im Aufsichtsrat des Unternehmens deutlich erhöht werden sollte. Bis 2015 sollen 30 Prozent der Top-Positionen im Konzern weiblich besetzt sein.<sup>540</sup> Dazu führte er aus: „Es geht uns bei der Frauenquote nicht um politisch korrekte Alibiregelungen, sondern um die spürbare und nachhaltige Umsetzung von Chancengleichheit für die besten Talente, egal welchen Geschlechts. Unsere jahrelangen Maßnahmen zur Frauenförderung waren redlich und gut gemeint, der durchschlagende Erfolg blieb wie in allen großen Unternehmen leider aus. Deshalb gehen wir jetzt einen neuen und mutigen Weg, ohne die bisherigen Fördermaßnahmen aufzugeben“.<sup>541</sup> Auch der Deutsche Juristentag hat sich in seiner Tagung 2012 für eine weiche Frauenquote ausgesprochen: „Die Bemühungen des Kodex um eine verstärkte Beteiligung von Frauen in Führungsgremien einschließlich der selbst gesetzten Quote für den Aufsichtsrat sind zu begrüßen“<sup>542</sup> aber weder der deutsche noch der europäische Gesetzgeber sollten eine Frauenquote für Vorstände oder Aufsichtsräte anordnen,<sup>543</sup> allerdings: „Die Auswirkungen der in anderen europäischen Ländern bereits bestehenden gesetzlichen Regelungen zur Frauenquote sollten näher untersucht werden“<sup>544</sup>

Jenseits schlichter Vorurteilsstrukturen, die auch heute noch weit verbreitet sind, trifft die Frauenquote in der deutschen Wirtschaft auf breiten Widerstand, weil sie als unzulässige Einschränkung unternehmerischen Handelns betrachtet wird. So äußert sich etwa BMW-Personalchef Krüger: „Wir brauchen Frauenförderung und mehr Frauen in Führungspositionen. Aber von einer Quote halte ich nichts. Mein Ansatz ist, unabhängig von Alter, Nationalität und Geschlecht, den richtigen Menschen auf die richtige Stelle zu setzen.“<sup>545</sup> Auch in der Immobilienwirtschaft ermittelte 2012 eine empirische, allerdings nicht repräsentative Untersuchung, dass 86% der Unternehmen eine feste Frauenquote ablehnen und es dabei keinen Unterschied macht, ob sie gesetzlich festgelegt wird (v. der Leyen) oder auf Selbstregulierung beruht (Kristina Schröder).<sup>546</sup> Der Befund stützt noch eine andere These dieser Arbeit, nämlich dass der Gegensatz zwischen

---

<sup>536</sup> Laut einer Studie der IVG Immobilien AG lehnen 37% der befragten Frauen eine solche Quote ab, 52% befürworten die feste Frauenquote, vgl. IVG Research (2012), S. 10.

<sup>537</sup> Vgl. Fröhlich (2011), S. 64.

<sup>538</sup> Vgl. Creutzburg (2011), S. 14.

<sup>539</sup> Vgl. Fröhlich (2011), S. 64.

<sup>540</sup> Vgl. Fröhlich (2011), S. 64.

<sup>541</sup> Vgl. Deutsche Telekom (2010).

<sup>542</sup> Beschlüsse Deutscher Juristentag (2012), I. Grundsatzfragen zum deutschen und zum europäischen Recht, 3. Frauenquote a).

<sup>543</sup> Vgl. Beschlüsse Deutscher Juristentag (2012), I. Grundsatzfragen zum deutschen und zum europäischen Recht, 3. Frauenquote b), c) und d).

<sup>544</sup> Beschlüsse Deutscher Juristentag (2012), I. Grundsatzfragen zum deutschen und zum europäischen Recht, 3. Frauenquote e).

<sup>545</sup> Krix (2010).

<sup>546</sup> Vgl. IVG Research (2012), S. 10.

gesetzlich geregelten oder auf Selbstverpflichtung beruhenden Regelungen im Bewusstsein der Akteure keine große Rolle spielt. Im Umkehrschluss sollte dies Anlass sein, sich von der gesetzlichen Kodifizierung von Empfehlungen nicht zu viel zu erwarten.

Zugunsten der Quote wird argumentiert, dass sie zwar ein Eingriff in die unternehmerische Freiheit darstelle, gleichwohl aber das wirksamste Mittel sei, damit eine kritische Masse an Frauen in Führungspositionen gelange, in der Hoffnung, damit die männlichen Selbstreproduktionsmechanismen der Gremien zu durchbrechen. So auch Schäfers als wichtiger Entscheidungsträger in der Immobilienwirtschaft: „Unter langfristigen Gesichtspunkten halte ich allerdings eine verstärkte Präsenz von Frauen in den Fach- und Führungsgremien für wesentlich. Durch die zunehmende Akademisierung der Branche strömen immer mehr junge Frauen nach einem entsprechenden Studium in die Immobilienwirtschaft. Zudem ist auch der demographische Faktor zu berücksichtigen. Wenn das Arbeitspotential nicht ausgereizt wird und nicht genügend Arbeitszeitmodelle geschaffen werden, mit deren Hilfe Beruf und Familie für Frauen besser vereinbart werden können, dann haben wir auch als Immobilienwirtschaft auf allen Fach- und Führungsebenen in der Zukunft ein Problem“.<sup>547</sup> Zwar strömen durch die zunehmende Akademisierung der Branche immer mehr junge Frauen nach einem entsprechenden Studium in die Immobilienwirtschaft, verharren aber dort auf den unteren und mittleren Ebenen. Bezüglich des Frauenanteils in den Vorständen belegen nach den Zahlen von McKinsey aus dem Jahr 2010 die Immobilien- und Logistikbranche den letzten Platz.<sup>548</sup> Durch die weitgehende Selbstbegrenzung auf nur ein Geschlecht beraubt sich die Immobilienwirtschaft selbst eines wichtigen Potentials qualifizierter Führungskräfte. Zu Recht spricht hier Schäfers die Grenzen des Kodex und seine Einbettung in ein wirtschaftliches und kulturelles Umfeld an, bei dem demographische Entwicklung und verschärfte Konkurrenz um hochqualifizierte Kräfte eine Rolle spielen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass es gegenwärtig noch mehr Gegner als Befürworter der Frauenquote gibt. Die Gegner führen Argumente an wie „die demographische Entwicklung wird dafür sorgen, dass mehr Frauen in Führungspositionen rutschen“ und „es hat sich schon viel getan und die Entwicklung wird weitergehen“. Es hat sich zwar viel getan, dennoch verläuft der Prozess nach wie vor schleppend und die aktuell niedrigen Wachstumsquoten von Frauen in Führungspositionen sprechen nicht für eine naturwüchsige Lösung des Problems. Die Befürworter der Frauenquote, wenn sie nicht mit allgemeinen Werten (Menschenrechte, soziale Gerechtigkeit) argumentieren, sehen in der erhöhten Aufmerksamkeit für Bewerberinnen Vorteile für die Unternehmen, weil sich der Pool hochqualifizierten Humankapitals erweitert, sprich gegen hochqualifizierte Bewerberinnen zu diskriminieren, senkt das Qualifikationsniveau der Führungsgremien. Dasselbe gilt für die Diversity allgemein, eine größere kulturelle und nationale Vielfalt erhöht die Leistungsfähigkeit eines Gremiums.

Die kognitive Dissonanz<sup>549</sup> zwischen der allgemeinen Affirmation, dass Frauen natürlich grundsätzlich genauso fähig seien wie Männer und dem tatsächlichen diskriminierenden Verhalten, kommt den Gegnern der Frauenquote nicht ins Bewusstsein. Nur so ist zu erklären, warum

---

<sup>547</sup> Interview Schäfers (2012), Anhang 5.

<sup>548</sup> McKinsey&Company (2010), S. 4.

<sup>549</sup> Zur Handhabung kognitiver Dissonanzen, vgl. Festinger (2012).



trotz sicherlich ernst gemeinter Selbstverpflichtungen, wie sie der DCGK darstellt, Frauen so schwach in den Führungsgremien vertreten sind und die Tendenz zu einer Verbesserung dieser Situation als schleppend bezeichnet werden muss. Wenn man die „angemessene Beteiligung von Frauen“ (DCGK, 5.4.1) wirklich will, geht offenbar an einer gesetzlichen Quote nichts vorbei.

Gegenwärtig deutet alles darauf hin, dass die gesetzliche Frauenquote kommen wird, die Frage ist nur wann und mit welchen Übergangszeiten. Solange es sich im Kodex um eine Empfehlung handelt, erfüllt jene eine wichtige Funktion durch die „Comply or explain“ Forderung, denn es muss darum gehen, die politische Diskussion um die gesetzliche Einführung durch eine breite gesellschaftliche Diskussion der Genderfrage vor allem auch in der Immobilienbranche zu flankieren, in der Hoffnung, die irrationalen und vorurteilsbeladenen Elemente zugunsten von Fragen der Gleichstellung der Geschlechter und des Zugriffs auf einen erweiterten Pool von Qualifikationen zurückzudrängen.

### 5.2.3 Vielfalt

Eng verbunden mit der Diskussion um die Frauenquote ist jene um die Vielfalt. Anders gesagt: Die Frauen sind die wichtigste Gruppe, wenn es um die Vielfalt in den Entscheidungsgremien geht; andere Merkmale sind Nationalität, ethnische Herkunft, kultureller Hintergrund, Alter, berufliche Erfahrung und sexuelle Orientierung.

In den deutschen Aufsichtsräten sind nicht nur Frauen unterrepräsentiert, sondern auch die Quote an Ausländern ist deutlich geringer als etwa in Frankreich, wo gezielt nach Ausländern und Frauen für die Aufsichtsräte gesucht wird.<sup>550</sup> Die Gründe für die Einbeziehung anderer Gruppen, die sich bisher in den Führungsgremien der deutschen Wirtschaft in der Minderheit befinden, sind nicht minder überzeugend als die zugunsten von mehr Frauen. So schreibt die BMW Group auf ihrer Internetseite: „Vor dem Hintergrund des aufkommenden Fachkräftemangels und der Notwendigkeit, bestehende Absatzmärkte optimal zu bedienen und neue Absatzmärkte zu erschließen, werden insbesondere eine gute Altersmischung, eine interkulturelle Belegschaft und eine angemessene Vertretung von Frauen in Führungspositionen unter den Mitarbeitern und in Nachwuchsprogrammen immer wichtiger.“<sup>551</sup> Es geht also, nicht zuletzt auf dem Hintergrund der Globalisierung, wesentlich darum, im Unternehmen, und hier besonders in der Führungsspitze, die Vielfalt von Qualifikationen und kulturellen Sensibilitäten vertreten zu haben, die es erlauben, sich auf allen Märkten kompetent positionieren zu können.

Link / Gundel / Kovacevic nehmen in ihrem Beitrag „Neue Corporate Governance“ zu der CG-EU-Initiative Stellung.<sup>552</sup> Sie begrüßen den Vorschlag der EU-Initiative, bei der Besetzung der Verwaltungsräte und Aufsichtsräte auf Vielfalt zu achten, der ja schon Teil des deutschen, und somit auch des immobilienpezifischen Corporate Governance Kodex sei (vgl. 5.4.1 CGKI). Das ehemalige Mitglied der Regierungskommission Lutter pflichtet den Autoren bei und unter-

---

<sup>550</sup> Vgl. Interview Weber (2012), Anhang 7.

<sup>551</sup>

[http://www.bmwgroup.com/d/0\\_0\\_www\\_bmwgroup\\_com/verantwortung/mitarbeiter\\_neu/vielfalt.html](http://www.bmwgroup.com/d/0_0_www_bmwgroup_com/verantwortung/mitarbeiter_neu/vielfalt.html).

<sup>552</sup> Vgl. Link / Gundel / Kovacevic (2011), S. 5f.

streicht gleichfalls, dass aus deutscher Sicht eine solche Empfehlung zu begrüßen wäre, da ihr im DCGK schon entsprochen wird.<sup>553</sup> Wie bei der Diskussion der Ergebnisse der vorliegenden Studie deutlich wurde, ignorieren die Immobilienunternehmen die Kodexziffern zur Diversity entweder ganz oder weichen von ihnen ab. Diese Rückständigkeit des Immobiliensektors hat mindestens zwei Gründe. Zum einen scheint dieser Sektor anderen Wirtschaftsbereichen kulturell hinterherzuhinken, weil es sich traditionell um einen stark männlich orientierten Bereich handelt, der den traditionellen Werten von Kampfgeist und Durchsetzungskraft einen hohen Stellenwert zuschreibt. Wichtig ist, dass die Entscheidungsträger in den Vorständen und Aufsichtsräten der Immobiliengesellschaften diese Wahrnehmung haben, gemäß des Thomas-Theorems „Wenn die Menschen Situationen als wirklich definieren, sind sie in ihren Konsequenzen wirklich.“ Vieles spricht dafür, dass etwa Frauen mit genauso harten Bandagen zu kämpfen wissen wie Männer; das hat aber bisher das vorherrschende Frauenbild in der Immobilienwirtschaft nicht beeinflusst.

Zum zweiten könnte man jedoch vermuten, dass für die mangelnde Offenheit des Immobiliensektors gegenüber kultureller und ethnischer Vielfalt jenseits einer schwer überprüfaren Vermutung von „Rückständigkeit“ durchaus materielle Gründe der spezifischen Bedingungen des Sektors eine Rolle spielen könnten. Wenn, wie aus dem obigem Zitat deutlich wurde, Vielfalt für ein Unternehmen wie BMW auch deshalb eine große Bedeutung hat, um sich in einem globalisierten Markt kompetent zu bewegen, so lässt sich für den Immobiliensektor sagen, dass ein geringerer Anteil der Geschäftstätigkeit als etwa bei einem Automobil- oder einem Kosmetikkonzern sich im internationalen Sektor abspielt und dass bei dem Kauf und Verkauf der Ware selbst – den Immobilien – weniger kulturelle oder sozialpsychologische Elemente einfließen als etwa bei Kosmetika oder Autos. So spekulativ diese Überlegung anmuten mag, scheint sie doch erklärungsstärker als eine pauschale Rückführung auf die psychologische Verfasstheit der Entscheidungsträger.

Deshalb gilt es bei der Vielfalt (Diversity) vielleicht anders als bei der Genderfrage, die konkrete Situation des entsprechenden Unternehmens ins Auge zu fassen. Während bei der Frauenquote vieles dafür spricht, dass möglichst schnell mehr Frauen in Führungspositionen gelangen, so ist es besonders für kleinere börsennotierte Unternehmen, die nur auf dem deutschen Markt aktiv sind, sicherlich schwieriger und in manchen Fällen vielleicht sogar unsinnig, eine große Vielfalt in den Aufsichtsräten anzustreben. Da von der Diversity Empfehlung zwar abgewichen, dies aber in den meisten Fällen begründet wird, erfüllt hier der DCGK genau seine Funktion: Er lädt die Unternehmen ein, die eigene Unternehmenspolitik in Bezug auf Fragen der Vielfalt zu überprüfen und die Nichterfüllung der Empfehlung zu begründen.

Abschließend lässt sich sagen, dass die Diversity- von der Genderfrage überstrahlt wird und die Vermutung scheint berechtigt, dass in dem Maße, wie Fortschritte in der letzteren erzielt werden, die Vielfalt insgesamt einen höheren Umsetzungsgrad aufweisen wird.

---

<sup>553</sup> Vgl. Lutter (2011), S. 12.

## 5.2.4 Weiterbildung / Ausbildung

Die Fragen nach Ausbildung und Weiterbildung von Vorstand und Aufsichtsrat bewegen sich in einem sensiblen Bereich, weil damit das mögliche Fehlen von Kenntnissen und Fähigkeiten impliziert wird, über die Mitglieder dieser Gremien verfügen sollten, um ihre Tätigkeit kompetent ausüben zu können. Es kann davon ausgegangen werden, ohne dass dies hier im Einzelnen zu belegen wäre, dass sich alle für fähig halten, den jeweiligen Posten auszufüllen und kaum jemand von Selbstzweifeln angefallen wird, ob er oder sie wirklich über die notwendigen Qualifikationen für die eigene Spitzenposition verfügt. Darauf verweist in der vorliegenden Untersuchung der hohe Anteil der Angaben von 80-90%, dass Vorstand und Aufsichtsrat über die notwendigen „Fähigkeiten und Kenntnisse“ verfügen.<sup>554</sup> Das Bild ändert sich, wenn nach konkreten Aus- und Weiterbildungsmaßnahmen gefragt wird und etwa zwei Drittel es vorziehen, keine Angaben zu machen.

Viele der anderen Institutionen haben diesen Punkt ebenfalls bereits in ihre Richtlinien aufgenommen. Der ARES Punkt „Mitglieder der Akademie“ geht auf das professionelle Verhalten seiner Mitglieder ein: ARES Mitglieder, die die Akademie als Professoren oder Administratoren repräsentieren, werden ermutigt, Exzellenz in der Wahrnehmung der Aufgaben im Zusammenhang mit dem Unterricht von Studenten sowie bei den administrativen Dienstleistungen für die ihnen zugewiesenen akademischen und Verwaltungs- Abteilungen und Colleges / Hochschulen zu erbringen. In eine ähnliche Richtung gehen die Punkte „Anwendung“ und „Ziel“. ARES Mitglieder, die in der Immobilien-Praxis als Unternehmer, Investitionsberater, Vermögensverwalter oder durch Unternehmensverbindungen tätig sind, sollten die Rechte von assoziierten Unternehmen und Kollegen anerkennen, die notwendigen Qualifikationen besitzen, Vertraulichkeit im Zusammenhang mit Transaktionen gegenüber Kunden und / oder den involvierten Parteien wahren, professionelle Dienstleistungen und hochwertige Produkte zu wettbewerbsfähigen Marktpreisen anbieten, Professionalität demonstrieren, wenn möglich kostenlose Dienstleistungen für Rechtsträger liefern und nach moralischen Werten urteilen..<sup>555</sup>

Nach Punkt 5.2.2.3 der INREV Guidelines sollten die Aufsichtsratsmitglieder die nötigen Fähigkeiten haben, um ihre Position ausüben zu können, das nötige Training erhalten und Zugang zu externen Beratern und Dienstleistern haben, insbesondere zu externen Immobilienbewertern. Sie sollen sicherstellen, dass der Vorstand ein geeignetes Risikoidentifikations-Managementsystem einsetzt und dass er seinen Berichtspflichten zeitnah nachkommt. Dem Aufsichtsrat fällt also nach den Guidelines hauptsächlich die Aufgabe zu, den Vorstand zu überwachen und eng mit diesem zusammenzuarbeiten.<sup>556</sup>

Aus- und Weiterbildung sind auch wichtiger Bestandteil der OECD Principles. Nach den Principles aus dem Jahre 2004 sollten die Aufsichtsratsmitglieder eine angemessene Ausbildung haben,<sup>557</sup> nach dem Dokument aus dem Jahre 2010 sollen Aufsichtsratsmitglieder Zugang zu Trainingsprogrammen haben und gleichzeitig regelmäßig externen Bewertungen unterzogen

---

<sup>554</sup> Vgl. Kap. 4.

<sup>555</sup> Vgl. Williams (2011), S. 3.

<sup>556</sup> Vgl. INREV (2008).

<sup>557</sup> Vgl. OECD (2004B), S. 63.

werden. Der Prozess und das Ergebnis sollten anschließend den Aktionären offengelegt werden.<sup>558</sup>

Die Europäische Kommission bezieht zum Thema Erfahrung ebenfalls Stellung; Den Verwaltungsräten, und vor allem dem Vorsitzendem des Verwaltungsrats soll eine bedeutende Rolle zukommen. Außer einer angemessenen Berufserfahrung, unterschiedlichen Auffassungen und Talenten müssen die Mitglieder auch imstande sein, der Geschäftsführung „auf Augenhöhe“ zu begegnen. Die Aufgaben eines Mitgliedes des Verwaltungsrats sind zeitintensiv und benötigen genügend Ressourcen-Einsatz.<sup>559</sup>

Der 6. Punkt der RICS-Regeln weist Gemeinsamkeiten mit den Punkten 4.2.i, 5.4.1, und 5.4.i des CGKI auf. RICS verlangt von den Firmen, dass ihre Mitarbeiter eine angemessene Ausbildung haben, über genügend Erfahrung und Qualifikation (Vgl. 4.2.i) verfügen und sich fortbilden sollten (Punkt 5.4.1 aus dem CGKI: „Die Mitglieder des Aufsichtsrates nehmen die für ihre Aufgaben erforderlichen Aus- und Fortbildungsmaßnahmen eigenverantwortlich wahr. Dabei sollen sie von der Gesellschaft angemessen unterstützt werden.“<sup>560</sup>). Der Punkt 5.4.1 im CGKI ist allerdings schwächer formuliert als der entsprechende in den Rules of Conduct. Lediglich der erste Kodexteil ist bindend (Bestimmung), bezieht sich allerdings nur auf die Mitglieder des Aufsichtsrates. Beim zweiten Teil handelt es sich lediglich um eine Anregung („sollten“) und ist somit für die Unternehmen nicht verpflichtend.

Auch die Corporate-Governance-Kommission stellt der Wirtschaft eine Qualifizierungsoffensive in Aussicht. Weiterbildungsinhalte für Kontrolleure sollen sich gezielt mit der Rolle des Aufsichtsrats befassen. Inhalt sollen Rechte und Funktion, Organisation, Arbeitsweise und Management des Gremiums, Unternehmensstrategie und -steuerung, Risikocontrolling, Finanzierung und Investition, moderne EDV und Technologiemanagement, aber auch Corporate Governance, Ethik sowie Fragen der gesellschaftlichen und ökologischen Verantwortung und der Haftung und Aufsichtsratschaftspflicht-Versicherung sein.<sup>561</sup>

Die Ergebnisse der empirischen Studie deuten darauf hin, dass bei den vagen Fragen nach ausreichenden „Kenntnissen, Ausbildungen und Erfahrungen“ (Punkt 51, 116 und 117) so gut wie alle Unternehmen mit „ja“ antworten, wenn aber konkret nach „Ausbildungs- und Fortbildungsmaßnahmen“ gefragt wird (Punkt 114) und danach, ob die Gesellschaft die Mitarbeiter dabei unterstützt hat (Punkt 115), machen zwei Drittel der Unternehmen keine Angaben.

Auch aus den Interviews ergab sich ein konsistentes Bild der hohen Bedeutung der Aus- und Fortbildung sowohl der Aufsichtsräte als auch des Vorstands.<sup>562</sup> Stobbe und Weber plädieren dafür, dass die Aufsichtsräte nicht nur intern sondern auch extern Unterstützung erfahren. Nur wenn die im Aufsichtsrat vertretenen Qualifikationen alle Handlungsfelder des Unternehmens abdecken, kann dieses Gremium seine beratende und kontrollierende Funktion qualifiziert wahrnehmen. Mit der wachsenden Komplexität erfolgreicher Unternehmensstrategien in einem globalisierten Markt reicht der gesunde Menschenverstand und die allgemeine Berufserfahrung

---

<sup>558</sup> Vgl. OECD (2010), S. 20.

<sup>559</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011A), S. 3.

<sup>560</sup> CGKI (2010), S. 10.

<sup>561</sup> Vgl. Lemmer (2012), S. 70.

<sup>562</sup> Vgl. Interview Stobbe (2012), Anhang 6; Interview Weber (2012), Anhang 7; OECD (2010), S. 4.

nicht mehr aus. „Ich bin davon überzeugt, dass man über die Fortbildung der Aufsichtsräte und Beiräte enorm viel machen kann. Letztendlich funktioniert alles entweder mit Druck oder Incentive. Wenn man die Aufsichtsräte und Beiräte dafür begeistert, dass sie in den entsprechenden Vorstandssitzungen wirklich Fragen stellen, mit denen sie den Vorstand bloßstellen könnten, dann weiß dieser, dass kritische Fragen kommen können und bereitet sich gut vor. So könnten kritische Fragen schon vor der Hauptversammlung gestellt werden. Man müsste dafür sorgen, dass in den Aufsichtsräten und Beiräten Personen sitzen, die sich mit wichtigen Themen wirklich auskennen. Wir haben mit der ICG eine Board Academy gegründet und haben einen Summit und einen Pre-Workshop gemacht. Diese Überlegungen gab es allerdings schon vor zehn Jahren, damals war die Zeit aber einfach noch nicht reif und die Aufsichtsräte und Vorstände nicht bereit, daran teilzunehmen. Das hat sich, so scheint mir, geändert. Die Thematik ist so komplex geworden, dass es wohl niemanden mehr gibt, der behaupten würde: 'da bin ich bibelfest'. Heutzutage ist es auch kein Charme mehr sich fortzubilden. Teil des Programms sind auch rechtliche Grundlagen, Brennpunkte und wirklich aktuelle Themen. Ich glaube, dass ein Austausch auf dieser Ebene viel wert ist. Man müsste es schaffen das Bewusstsein für Themen wie z.B. Interessenskonflikte zu wecken. Was bedeutet es genau wenn jemand behauptet 'in unserem Unternehmen haben wir keine Interessenskonflikte'?"<sup>563</sup>

Die Tatsache selbst, in den Vorstand oder Aufsichtsrat gewählt oder ernannt worden zu sein, ist für die Betroffenen Beweis genug für die eigene Qualifikation. Das ist auch nicht ganz von der Hand zu weisen, denn in aller Regel weist es zumindest auf Durchsetzungskraft und Entscheidungsfreude hin, sich bis auf die oberste Ebene vorgearbeitet zu haben.

Jeder Versuch, das Qualifikationsniveau von Aufsichtsräten und Vorständen zu verbessern, muss auf mehreren Ebenen ansetzen und dem immobilienpezifischen CGK kann hier nur eine flankierende Rolle zukommen. Zu überlegen wäre in diesem Zusammenhang, die Veröffentlichung der Ausbildungen und Qualifikationen der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder in den Unternehmensunterlagen verpflichtend zu machen. Dies wäre mit einem sehr geringen Aufwand verbunden und würde eine Einschätzung der Tauglichkeit auf den verschiedenen Posten sehr erleichtern. Eine weitere Überlegung wäre, Vorschriften für die Vor- und Aufsichtsratsmitglieder zu erarbeiten, welche Qualifikationen jedes Mitglied mindestens haben sollte. Diese Ziffer hätte wohl am besten die Form einer Empfehlung. Sollten Unternehmen wichtige Positionen mit unterqualifiziertem Personal besetzen, so sollte dies in der Entsprechenserklärung erläutert werden.

Dem vorgelagert, und mittel- und langfristig von größerer Bedeutung, ist die kontinuierliche Verbesserung der Qualifizierung der nachwachsenden Führungskräfte im Immobiliensektor, wie sie unter anderen von dem IRE|BS International Real Estate Business School der Universität Regensburg und der EBS Universität für Wirtschaft und Recht betrieben werden. Die Ausweitung des Angebots an hochqualifizierten Fachkräften wird, neben der Lebenserfahrung und Persönlichkeitszügen wie Charisma und visionärem Denken, zunehmend fachliche Qualifikation als Teil der Führungskompetenz in den Vordergrund treten lassen. Nicht weniger wichtig ist in einem sich schnell entwickelnden Feld die kontinuierliche Weiterbildung und auch hier hat sich in den vergangenen Jahren im Immobilienbereich Wesentliches getan. Das faktische Bildungsangebot

---

<sup>563</sup> Interview Stobbe (2012), Anhang 6.

und das Einfordern von Qualifikationen in GC müssen also ineinandergreifen, um einer neuen Unternehmenskultur Raum zu geben, in der charakterliche und fachliche Qualifikation im Interesse des Unternehmens, aber auch der Arbeitszufriedenheit des Führungspersonals in einem ausgewogenen Verhältnis stehen.

### **5.2.5 Weitere Punkte**

In diesem Punkt werden eine Reihe von Themen des DCGK in seiner allgemeinen und immobilien-spezifischen Version zusammenfassend dargestellt, nicht weil sie weniger wichtig wären als jene, denen ein eigener Punkt gewidmet ist, sondern weil ihre Analyse über weite Strecke zu analogen Ergebnissen kommt wie die bisherige Diskussion. Anzahl der Mandate, Interessenskonflikte, und Unabhängigkeit sind eng an das Verständnis der Rolle der Aufsichtsräte geknüpft, Altersgrenze und Berufshaftpflichtversicherung an das der Vorstände.

#### **Anzahl der Mandate und Zeitökonomie**

Die Qualität der Arbeit der Aufsichtsräte als Kontroll- und Beratungsorgan ist offenkundig unmittelbar mit der Qualifikation und der Zeitökonomie ihrer Mitglieder verknüpft. Zur Qualitätssicherung sollen hier die Fortbildungsmaßnahmen dienen, von denen die Rede war, sowie die Begrenzung der Zahl der Mitglieder in den Aufsichtsräten und der Zahl der Mandate der einzelnen. Wie bei den Ergebnissen in Kapitel 4 deutlich wurde,<sup>564</sup> macht ein Drittel der Unternehmen keine Angaben zu der Frage, ob die Zahl der Aufsichtsratsposten der Vorstände drei überschreitet (Punkt 125, Nein = 12,50%, K. A. = 20,83%), woraus man im Umkehrschluss folgern kann, dass das vermutlich der Fall ist. Die Empfehlung des DCGK, die Mandate in Aufsichtsräten von großen Gesellschaften auf drei zu beschränken, ist sicherlich sinnvoll. Würde die Begrenzung flächendeckend verwirklicht, würde sie sehr wahrscheinlich zusammen mit anderen Maßnahmen zu kleineren und qualifizierteren Gremien führen. Hier wären die Fortbildung zu nennen, die Pause von zwei Jahren,<sup>565</sup> bevor eine Person aus dem Vorstand in den Aufsichtsrat wechseln kann und das Einklagen einer angemessenen Zeitökonomie. Bei der entsprechenden Ziffer<sup>566</sup> hatten weniger als 20% angegeben, dass ihnen für die Wahrnehmung ihrer Mandate genügend Zeit zur Verfügung steht. Bei den über 80%, die keine Angabe gemacht oder mit „nein“ geantwortet haben, kann man gleichsam eine Trotzhaltung vermuten, in dem Sinne: „Die mir zur Verfügung stehende Zeit ist begrenzt, aber das geht niemanden etwas an.“

#### **Altersgrenze / Nachfolgeplanung / Transitionsperiode**

Nachfolgeplanung ist vor allem bei Familienunternehmen von zentraler Bedeutung für die Gewährleistung von Kontinuität. Bei kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen stellt sich die Frage weniger intensiv, ist jedoch auch hier ein Hinweis auf verantwortungsvolles Handeln

---

<sup>564</sup> Vgl. Punkte 114 (Aus- und Fortbildungsmaßnahmen) und 125 (Begrenzung der Aufsichtsratsmandate von Vorständen in konzernexternen börsennotierten Gesellschaften oder in Aufsichtsgremien von Gesellschaften mit vergleichbaren Anforderungen auf drei).

<sup>565</sup> Vgl. Punkt 122 (Vorstandsmitglieder dürfen vor Ablauf von zwei Jahren nach dem Ende ihrer Bestellung nicht Mitglied des Aufsichtsrats der Gesellschaft werden).

<sup>566</sup> Vgl. Punkt 124 (Jedes Aufsichtsratsmitglied achtet darauf, dass ihm für die Wahrnehmung seiner Mandate genügend Zeit zur Verfügung steht).

von Seiten des Vorstandes. Die gängige Praxis in Deutschland ist heute, die Entscheidungsträger solange arbeiten zu lassen, wie sie sich hierzu in der Lage fühlen, um so ihr Wissen und ihre Erfahrung zu nutzen. Bei den meisten begründeten Abweichungen war genau dies das Argument.<sup>567</sup> Ein Beispiel dafür, dass ältere Personen nicht weniger leistungsfähig sein müssen als jüngere ist die Hertie School of Governance in Berlin, die alte Hochschullehrer, die im öffentlichen System auf Grund ihres Alters ausscheiden müssen, mit guten Ergebnissen „recyclt“. Die Ergebnisse der empirischen Studie und die Meinung anderer Autoren zeigen, dass die Festsetzung einer Altersgrenze umstritten bleibt. Auch von Rosen kann sich nicht vorstellen, wie diese Maßnahme in der Realität umgesetzt werden kann. Sollte ein hervorragend ausgebildetes / geeignetes Mitglied trotz Überschreitung der Altersgrenze in den Aufsichtsrat berufen werden, könne man schließlich nicht eine besonders junge Person als Ausgleich in das Gremium berufen.<sup>568</sup> Mit steigender Lebenserwartung stellt sich jedoch die Frage, wie lange es einer Generation erlaubt sein soll, die strategischen Positionen für die nachfolgende zu blockieren. Eine generelle Altersgrenze ist hier sicherlich sinnvoll, auch weil subjektiv die meisten älteren Menschen überzeugt sind, allemal wenn sie sich in Spitzenpositionen vorgearbeitet haben, in voller geistiger Leistungsform zu sein, auch wenn das objektiv häufig nicht mehr der Fall ist. Die formale Regelung könnte hier als Entscheidungshilfe fungieren, die in begründeten Einzelfällen außer Kraft gesetzt werden kann.

Die Altersgrenze erscheint somit als nicht strikt durchsetzbar, eine Nachfolgeplanung<sup>569</sup> und eine störungsfreie Transitionsperiode sind hingegen für ein Unternehmen absolut überlebensnotwendig. Die hohen Nicht-Angabe-Quoten bei der langfristigen Nachfolgeplanung (K. A. = 70,83%, N. m. B. = 8,33%) sind bei den Unternehmen wahrscheinlich dadurch bedingt, dass es sie in den meisten Unternehmen nicht gibt. Für ein nicht familiengeführtes Unternehmen ist es in der Tat einfacher, einen (im Notfall externen) Vorstand zu ersetzen als in einem Familienbetrieb, in dem die Entscheidungsträger meistens versuchen, die Verantwortung an das nächste Familienmitglied weiterzugeben. Eine langfristige Nachfolgeplanung sollte im Governance Diskurs einen breiteren Raum einnehmen, wobei Teil der Diskussion die Möglichkeit sein müsste, aus der Empfehlung eine Bestimmung zu machen.

### **Interessenskonflikte**

Der deutschen CG Kodex und sein immobilienpezifischen Pendant widmen dem Thema „Interessenskonflikt“ einen breiten Raum. Der Punkt 4.3 und seine Unterpunkte, bestehend aus sechs Kodexziffern, fünf „normalen“ und einer immobilienpezifischem, behandeln die Interessenskonflikte für den Vorstand. Der Punkt 5.5 und seine Unterpunkte, bestehend aus fünf Kodexziffern, vier „normalen“ und eine immobilienpezifischem, behandeln jene für den Aufsichtsrat. Die Interessenskonflikte werden somit von überdurchschnittlich vielen Kodexziffern behandelt. Auch unter den Punkten 5.4.1 und 5.4.2 werden die Interessenskonflikte aufgegriffen.

---

<sup>567</sup> Vgl. Punkt 94 (Eine Altersgrenze für Vorstandsmitglieder ist festgelegt worden).

<sup>568</sup> Vgl. Rosen / Werder (2011), S. 22.

<sup>569</sup> Vgl. Punkt 91 (Der Aufsichtsrat hat gemeinsam mit dem Vorstand für eine langfristige Nachfolgeplanung gesorgt).

Auch die anderen Institutionen behandeln Interessenskonflikte. Punkt 3 der RICS Richtlinien besagt, dass ein Unternehmen jederzeit integer handeln und Interessenskonflikte sowie Handlungen oder Situationen, die nicht mit ihren beruflichen Verpflichtungen im Einklang stehen, vermeiden sollte.<sup>570</sup> Die Interessenskonflikte werden auch im ARES Kodex unter dem Punkt „Forschung“ behandelt: ARES Mitglieder, die das Wissen von Immobilien durch verschiedene intellektuelle Beiträge verbreiten wollen, einschließlich grundlegender, angewandter und pädagogischer Forschung, sollten dies in einer Weise tun, die folgende Punkte sicherstellt: die Integrität des Designs, die Ehrlichkeit und Objektivität der Forschung bei der Interpretation der empirischen Ergebnisse, Vertraulichkeit gegenüber den Untersuchungsgegenständen und den Datenquellen, Vollständigkeit der Referenzen, Fairness und Objektivität beim Review der Manuskripte, verlässliche Veröffentlichungspolitik und die Vermeidung von Interessenskonflikten.<sup>571</sup> Die INREV Guidelines stimmen weitestgehend mit den Vorschriften der deutschen Kodizes überein: Punkt 5.2.1.6 „Responsibility to act in investors’ interests (Verantwortung, im Interesse der Anleger zu handeln): die Interessen der Vorstandsmitglieder sollten mit denen der Anleger übereinstimmen, die Satzung sollte Maßnahmen enthalten für den Fall, dass wichtige Personen den Vorstand verlassen und es sollte ein schriftlichen Protokoll geben, in dem beschrieben wird, wie Interessenskonflikte innerhalb des Fonds gehandhabt werden. Die Guidelines zur Behandlung von Interessenskonflikten sind fast wortgleich mit den Vorschriften des deutschen Kodex. Punkt 5.2.2.6: Der Aufsichtsrat hat die Verantwortung, zu garantieren, dass der Vorstand im Interesse der Anleger handelt und dass es schriftliche Protokolle gibt, die beschreiben, wie im Falle von Interessenskonflikten vorzugehen ist.<sup>572</sup>

Die Vielzahl der Interessenskonflikte-Punkte im DCGK und die zusätzlichen Punkte im CGKI zeigen, wie wichtig der Kommission bzw. der CG-Initiative dieser Bereich ist. Die Mehrheit der Unternehmen behandelt die Interessenskonflikte nicht dezidiert und oft wird nur die Angabe gemacht: „Während des letzten Geschäftsjahres sind keine Interessenskonflikte aufgetreten.“ Geht man davon aus, dass die Angaben der Unternehmen der Wahrheit entsprechen, so müssten die meisten der obigen Punkte mit „ja“ beantwortet werden.<sup>573</sup> Im Widerspruch dazu haben etwa bei Punkt 81 „Vorstandsmitglieder haben Nebentätigkeiten, insbesondere Aufsichtsratsmandate außerhalb des Unternehmens, nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats übernommen“ zwei Drittel keine Angabe gemacht. Interessenskonflikte scheinen in der Immobilienbranche nicht in den Formen vermieden zu werden, die der DCGK einfordert.

---

<sup>570</sup> Vgl. RICS (2012).

<sup>571</sup> Vgl. Williams (2011), S. 3.

<sup>572</sup> Vgl. INREV (2008).

<sup>573</sup> Vgl. die Punkte 75 (Vorstandsmitglieder unterlagen während ihrer Tätigkeit für das Unternehmen einem umfassenden Wettbewerbsverbot, 76 (Vorstandsmitglieder und Mitarbeiter haben im Zusammenhang mit ihrer Tätigkeit weder für sich noch für andere Personen von Dritten Zuwendungen oder sonstige Vorteile gefordert oder angenommen oder Dritten ungerechtfertigte Vorteile gewährt), 77 (Die Vorstandsmitglieder waren dem Unternehmensinteresse verpflichtet. Kein Mitglied des Vorstands hat bei seinen Entscheidungen persönliche Interessen verfolgt und Geschäftschancen, die dem Unternehmen zustanden, für sich genutzt), 78 (Jedes Vorstandsmitglied hat Interessenkonflikte dem Aufsichtsrat gegenüber unverzüglich offengelegt und die anderen Vorstandsmitglieder hierüber informiert), 79 (Alle Geschäfte zwischen dem Unternehmen einerseits und den Vorstandsmitgliedern sowie ihnen nahestehenden Personen oder ihnen persönlich nahestehenden Unternehmungen andererseits haben branchenüblichen Standards entsprochen), 80 (Wesentliche Geschäfte haben der Zustimmung des Aufsichtsrats bedurft).



Die immobilienpezifischen Ergänzungen (Punkte 82 bis 86) können quasi als eine Wiederholung der Kodexziffer 4.3 gesehen werden und der Mehrwert ist, wie in Kapitel 3 schon erwähnt, begrenzt.<sup>574</sup> Ob privat durchgeführte Immobiliengeschäfte und private Aufträge zu solchen Geschäften durch Mitglieder des Vorstands, dem Vorsitzenden des Aufsichtsrats offengelegt worden sind, bleibt (K. A. = 95,83%) wie auch die Angaben, ob der Aufsichtsrat Verfahrensregeln für den Einzelfall festlegt hat (K. A. = 75,00%) in den allermeisten Fällen unbeantwortet. Gleiches gilt für die Kodexziffern den Aufsichtsrat betreffend.

Dem gesunden Menschenverstand ist unmittelbar vertraut, worum es sich bei einem Interessenskonflikt handelt. Bei der Vielfalt von Interessen, die ein Individuum oder eine Institution verfolgt, bedroht die Verfolgung eines Interesses oder einer Gruppe von Interessen die korrekte Wahrnehmung eines anderen Interesses, Gruppen von Interessen. Ein Anwalt kann bei einer einverständlichen Scheidung beide Ehepartner vertreten; nimmt jedoch der Vorgang eine konflikthafte Wendung, muss er einen der beiden Klienten abgeben. Ein erstes Problem liegt offenkundig darin, dass den Betroffenen die Identifikation von Interessenskonflikten im eigenen Handlungsfeld schwerfällt, und wenn sie doch ins Bewusstsein treten, heruntergespielt werden.<sup>575</sup>

Erstaunlich ist, wie schwer es den Betroffenen fällt, die Diskrepanz zwischen ihren privaten Interessen und denen ihres Amtes zu erkennen oder gar die damit verbundenen ethischen Dilemmata. Einige Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit verdeutlichen die Problematik der Interessenskonflikte. Der ehemalige Bundeskanzler Gerhard Schröder sieht bei seinem Engagement für Gazprom kein Problem,<sup>576</sup> obwohl kurz vor seinem Rücktritt seine Regierung nicht nur die kontroverse Gasleitung durch die Ostsee genehmigte, sondern auch Gazprom eine Bürgschaft gewährte. Axel Weber war nach seinem Rücktritt als Bundesbankvorsitzender als Nachfolger von Josef Ackermann im Gespräch, um dann in den Verwaltungsrat von UBS einzuziehen. Mitverantwortlich für seine Entscheidung war vermutlich, dass sein Ruf, hätte er direkt von seiner öffentlichen Funktion zu einer deutschen Privatbank gewechselt, sicherlich gelitten hätte. Ein Kandidat, der in demokratischen Wahlen zum Regierungsoberhaupt gewählt werden möchte, sollte nicht, wie Silvio Berlusconi, Besitzer eines Medienimperiums sein.

Ein Vorschlag, wie die Frage der Interessenkonflikte offensiv anzugehen sein, ist die Forderung, die Unternehmen zu verpflichten, schriftliche Protokolle anzufertigen, die beschreiben, wie im Falle von Interessenskonflikten vorzugehen ist. Diese Maßnahme scheint etwas zu weit zu gehen und es scheint vordringlicher, auf einen höheren Umsetzungsgrad der bestehenden Ziffern hinzuwirken, insbesondere darauf, dass die Unternehmen angeben, ob alle Nebentätigkeiten der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder vom Aufsichtsrat genehmigt wurden und ob in dem

---

<sup>574</sup> Vgl. vor allem die Punkte 82 (Bei Immobiliengeschäften des Unternehmens ist schon der Anschein eines Interessenkonfliktes vermieden worden), 83 (Bei jedem derartigen Geschäft sind ausschließlich die Interessen des Unternehmens beachtet worden. Mitglieder des Vorstands haben keine persönlichen Vorteile aus Geschäften des Unternehmens gezogen) und 85 (Die Mitglieder des Vorstands haben auf die Einhaltung der Grundsätze zur Vermeidung von Interessenkonflikten geachtet, insbesondere bei: - Geschäften zwischen verbundenen Unternehmen - bei Immobilienankäufen und Verkäufen - bei Auftragsvergaben im Immobilienbereich).

<sup>575</sup> Zur Handhabung kognitiver Dissonanzen, vgl. Festinger (2012).

<sup>576</sup> „Für mich ist es eine Ehrensache, bei dem Pipeline-Projekt mitzumachen“ zitiert ihn am 12.12.2005 das manager magazin online, vgl. manager magazin online (2005).

jeweiligen Geschäftsjahr Geschäfte zwischen den eigenen Mitarbeitern und dem Unternehmen abgeschlossen wurden. Wie in anderen Bereichen auch, ist die Reichweite der Wirksamkeit der Kodizes auch hier beschränkt, und wesentlich muss in der Unternehmenskultur der deutschen Immobilienwirtschaft ein verschärftes Bewusstsein zum Thema „Interessenskonflikte“ gefördert werden.

### **Unabhängigkeit**

NAREIT unterstützt den Vorschlag der NYSE, dass die Mehrzahl der Vorstände von gelisteten Unternehmen unabhängig sein sollte. So dürfen Vorstände keine „wesentlichen Beziehungen“ mit der Gesellschaft haben, um als unabhängig zu gelten. Eine feste Begrenzung der Prüfungsausschussmandate von Vorstandsmitgliedern hält NAREIT für zu rigide. Sollte die Anzahl der Mandate aber beschränkt werden, sollte die Zahl auf nicht weniger als drei reduziert werden. Nicht einverstanden ist NAREIT mit der vorgeschlagenen „Cooling-off-Periode“. Das NYSE Komitee empfiehlt, dass ein Mitarbeiter oder Prüfer einer börsennotierten Gesellschaft erst nach fünf Jahren wieder als unabhängig gelten sollte. NAREIT vertritt die Meinung, dass die Regelung weiterhin bei drei Jahren liegen sollte. Die Mehrheit der Geschäftsführer sollte dennoch unabhängig sein.<sup>577</sup>

Es könnte möglicherweise vorteilhaft sein, einige der EPRA Empfehlungen als Bestimmungen in den CGKI zu übernehmen. Ein Beispiel ist Punkt 5.2, in dem es um die Veröffentlichung von Informationen bezüglich des Vorstandes und des Aufsichtsrates geht. Neben Namen, Alter, Geschlecht, Nationalität sollte es für die Unternehmen verpflichtend sein anzugeben, in welchen Ausschüssen die jeweiligen Aufsichtsratsmitglieder tätig sind, wer ihr Hauptarbeitgeber ist, in welchen Aufsichtsräten sie Mitglieder sind, wo die Vorstandsmitglieder sonst noch tätig sind und in welcher Beziehung die Organmitglieder zu den bedeutendsten Aktionären stehen.<sup>578</sup> Ein Teil der Unternehmen machen diese Angaben, andere wiederum nicht, wie an den Ergebnissen der empirischen Studie zu sehen ist. Unter dem Gesichtspunkt „Veröffentlichung“ ist der CGKI sicherlich noch zu verbessern und es sollte darüber nachgedacht werden, die genannten Punkte in den Kodex zu übernehmen.

Die OECD Grundsätze aus dem Jahre 2004 empfehlen den Unternehmen, bei den Board-Mitgliedern Qualifikationen, Beteiligung am Kapital des Unternehmens, Mitgliedschaft in den Boards anderer Unternehmen und allgemein, ob sie vom Board als unabhängig betrachtet werden zu veröffentlichen.<sup>579</sup>

Die Umsetzung dieses Kodexteiles müsste eindeutig verbessert werden. Zwar sind die Kodexziffern schon sehr umfangreich und präzise, die Umsetzung in der Praxis ist jedoch sehr lückenhaft. In welchen anderen Aufsichtsräten und in welcher Funktion die Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitglieder dort tätig sind, sollte unbedingt von den Unternehmen veröffentlicht werden. Momentan ist diese Vorschrift im CGKI noch sehr vage und ungenau (5.4.5 Wer dem Vorstand einer börsennotierten Gesellschaft angehört, soll insgesamt nicht mehr als drei Aufsichtsratsmandate in konzernexternen börsennotierten Gesellschaften oder in Aufsichtsgremien

---

<sup>577</sup> Vgl. NAREIT (2011).

<sup>578</sup> Vgl. EPRA (2011B), S. 5.

<sup>579</sup> Vgl. OECD (2004B), S. 63.

von Gesellschaften mit vergleichbaren Anforderungen wahrnehmen); es handelt sich lediglich um eine Empfehlung und eine Offenlegungspflicht besteht nicht. Auch welche Mitglieder des Aufsichtsrates als unabhängig zu betrachten sind, muss von den Unternehmen nicht veröffentlicht werden. Erst wenn hierfür eine Veröffentlichungspflicht besteht, können sich die Aktionäre ein Bild davon machen, ob die Mitglieder als unabhängig betrachtet werden können.

Auch die Einführung einer obligatorischen (externen) Evaluation des Aufsichtsrats bei börsennotierten Unternehmen schlägt die Kommission vor. Dieser Vorschlag wird von den meisten Autoren kritisch gesehen,<sup>580</sup> ein professionell besetzter Aufsichtsrat / Verwaltungsrat sei durchaus alleine in der Lage, seine Leistungsfähigkeit einzuschätzen und gegebenenfalls selbst Maßnahmen zur Verbesserung seiner Effektivität zu ergreifen.<sup>581</sup>

### **5.3 Zusammenfassung**

Die Analyse der einzelnen Kodexziffern hat gezeigt, dass vor allem in sensiblen Bereichen wie Vergütung, Frauenquote, Vielfalt und Weiterbildung / Ausbildung die Angaben der Unternehmen unvollständig, lückenhaft oder fehlerhaft sind. Die Ergebnisse und die durchgeführten Interviews deuten außerdem darauf hin, dass vieles für eine Verschlankung der deutschen Kodizes spricht, dass die zum Teil unpräzisen Formulierungen einer genaueren Formulierung bedürfen und, dass der Kodex von einem Teil seiner Bestimmungen entlastet werden sollte.

---

<sup>580</sup> Vgl. Funke (2011), S. 17.

<sup>581</sup> Vgl. Lutter (2011), S. 13.

## 6 Abschließende Bemerkungen

### 6.1 Zusammenfassung der Arbeit

Was lässt sich zusammenfassend zu den anfangs gestellten Forschungsfragen sagen?

1. Wird der Kodex, und hier insbesondere der immobilienpezifische, von den kapitalmarktorientierten Unternehmen der Branche befolgt? Hat sich Corporate Governance in der deutschen Immobilienwirtschaft durchgesetzt?

Für die kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen aus dem DIMAX lässt sich feststellen, dass viele angeben den DCGK nicht zu befolgen (z. B. CR Capital Real Estate AG, InCity Immobilien AG, WINDSOR AG). Auch von den Unternehmen, die ihren Hauptsitz nicht in Deutschland haben, und somit nicht verpflichtet sind, den DCGK und den CGKI zu befolgen (z. B. GAGFAH S.A., ORCO Germany S.A.), tut keines das freiwillig. Andere Unternehmen haben für den betrachteten Zeitraum keinen Geschäftsbericht publiziert. Der DCGK und seine immobilienpezifische Variante sind zwar in der Branche bekannt, aber ein relevanter Teil der Unternehmen, allemal wenn sie nicht dazu verpflichtet sind, sehen in der Erarbeitung einer Entsprechenserklärung nicht hinreichenden Gewinn in Image, Transparenz und rationale Unternehmensführung, um diese zusätzliche Mühe auf sich zu nehmen. Für jene Unternehmen die den Kodex befolgt haben liegt der „Umsetzungsgrad“ zwischen etwa zwei Drittel und über 90%. Zwar handelt es sich um eine erhebliche Spannweite, die aber nicht sinnhaft mit anderen Variablen korreliert. Den Umsetzungsgrad zu verbessern und mehr Immobilienunternehmen für CG zu interessieren bedeutet, Überzeugungsarbeit zugunsten der Vorteile einer substantiellen Umsetzung zu leisten. Stark erhöht werden muss die Akzeptanz des immobilienpezifischen Kodex. Lediglich zwei der analysierten Unternehmen (IVG Immobilien AG, GBW AG) gaben an, ihn befolgt zu haben.

2. Warum hat sich Corporate Governance in der deutschen Immobilienbranche durchgesetzt / nicht durchgesetzt?

Positiv lässt sich anmerken, dass die Mehrheit der umgesetzten Kodexziffern kenntlich gemacht wird. Der hohe Umsetzungsgrad liegt allerdings auch an der teilweise (zu) permissiven Interpretation der Kodizes. Zum einen machen viele Unternehmen keine Angaben zu einzelnen Anregungen, Empfehlungen und Bestimmungen, sondern nur zu ganzen Kodexziffern, die teilweise aus einer Vielzahl von Anregungen, Empfehlungen und Bestimmungen bestehen. Auch hat die Untersuchung gezeigt, dass Empfehlungen und Bestimmungen, absichtlich oder ungewollt, teilweise falsch interpretiert werden. Anregungen finden in der Praxis so gut wie keine Berücksichtigung. In den Entsprechenserklärungen wird auf viele der nicht umgesetzten Empfehlungen nicht eingegangen (z. B. genaue Angaben zu Gehältern). Diese teils oberflächliche, teils gezielt fehlerhafte Ausführung der Entsprechenserklärungen haben sicher auch einen Grund darin, dass in der Folge keine ernsthaften Konsequenzen zu befürchten sind. So entstehen bei der Nichteinhaltung der Kodizes anscheinend keine finanziellen Nachteile und der Markt straft Intransparenz und Nichteinhaltung nicht ausreichend ab. Andere Kodexteile weisen auf Grund der speziellen Eigenschaften der Immobilienbranche niedrige Befolgungsgrade auf. Beispiele hierfür sind die Bereiche „Frauenquote“ und „Vielfalt“. Die Abweichungen von den entspre-

chenden Empfehlungen werden allerdings in den meisten Fällen begründet. Unternehmen berücksichtigen teilweise veralteter CG Kodizes und nehmen nur zu diesen Stellung. Bei der komparativen Analyse der deutschen Kodizes mit den internationalen Regelwerken wurde ersichtlich, dass der DCGK und der CGKI die einzigen Kodizes sind, die neben Anregungen und Empfehlungen auch gesetzlich verankerte Bestimmungen enthalten. Der CGKI erfährt sicherlich auch deshalb eine geringere Akzeptanz als der DCGK, weil er durch die zusätzlichen immobilien-spezifischen Ergänzungen noch umfangreicher und anspruchsvoller als der DCGK erscheint. Hinzu kommt der unterschiedlich Rhythmus in der Aktualisierung des DCGK und des CGKI. In der Übergangszeit müssen die Unternehmen sowohl den aktuellen DCGK als auch den (veralteten) CGKI berücksichtigen und diese gegeneinander abgleichen. Ein wichtiger Schritt um die Akzeptanz des CGKI zu erhöhen, wäre sicherlich eine zügigere Aktualisierung. Generell kann gesagt werden, dass die Angaben zur Governance bei fast allen Unternehmen auf der Homepage sehr schwierig zu finden sind und der interessierte Investor die relevanten Informationen nur in wenigen Fällen übersichtlich an einem Ort findet.

3. Sind gesetzliche Bestimmungen sinnvoller Bestandteil des Kodexes oder sollte der Kodex davon entlastet werden?

Auf Grund der empirischen Ergebnisse, der Analyse der anderen Kodizes und Richtlinien und der Meinungen der Experten, scheint es in der Tat sinnvoll, die Bestimmungen aus den deutschen Kodizes zu streichen. Diese machen ca. 40% des gesamten Textes aus, Unternehmen müssen nicht auf sie eingehen und Aktionäre können somit nicht nachvollziehen, ob sie umgesetzt werden. Der finanzielle und organisatorische Aufwand würde durch eine Streichung gemindert und die Handhabbarkeit der Kodizes erhöht werden. Die auf einer Gesetzesgrundlage basierenden Bestimmungen sind nur in Deutschland Bestandteil der Kodizes, in anderen Ländern bestehen diese ausschließlich aus Anregungen und Empfehlungen. Die Entscheidungsträger sollten die aktuellen Gesetze kennen und ihre Aufnahme in den Kodex bietet von daher keinen Mehrwert. Des weiteren erzwingen die Bestimmungen einen fortlaufenden Zwang zur Anpassung des DCGK an Gesetzesänderungen. Ohne Bestimmungen entfielen diese Notwendigkeit und das Ziel der Kommission, den DCGK seltener als in den vergangenen Jahren anzupassen, um die Wirtschaft mit den Änderungen nicht zu überfordern, würde so realisierbar.

Was sind andere mögliche Vorgehensweisen, um den Kodex zu „verschlanken“? Ein weiterer Schritt, um den Kodex zu „verschlanken“ und handhabbarer zu machen wäre, die Kodexziffern „trennschärfer“ zu formulieren und die sehr allgemein gefassten und aussagearmen zu streichen. Das betrifft Ziffern wie: Die Aktionäre nehmen im Rahmen der satzungsmäßig vorgesehenen Möglichkeiten ihre Rechte vor und während der Hauptversammlung wahr / Jedes Aufsichtsratsmitglied achtet darauf, dass ihm für die Wahrnehmung seiner Mandate genügend Zeit zur Verfügung steht. Bei diesen Formulierungen bleibt viel Platz für Interpretation indem z. B. nicht definiert wird was genau unter „genügend Zeit“ verstanden wird. Dass die Aktionäre ihre Rechte vor und während der Hauptversammlung wahrnehmen erscheint selbstverständlich und sollte nicht extra abgefragt werden.

4. Welche Aspekte finden im immobilien-spezifischen Kodex keine oder unzureichende Berücksichtigung, um die er gegebenenfalls zu ergänzen wäre? Was sind mögliche andere Änderun-

gen in Struktur und Inhalt des Kodexes und seiner Rahmenbedingungen, die Akzeptanz und Umsetzung verbessern könnten?

Bei der komparativen Betrachtung der deutschen Kodizes mit den internationalen Regelwerken, fällt auf, dass der immobilienpezifische Kodex mit vielen Kodizes die wichtigen Themen Weiterbildung / Ausbildung und Interessenskonflikte gemeinsam hat, hier ist der CGKI dem DCGK voraus. Allerdings hat die empirische Studie gezeigt, dass die Angaben zu diesen Themengebieten sehr lückenhaft sind. An dieser Stelle ist eine weitere Sensibilisierung der Unternehmen sicherlich angebracht. Sinnvolle Ergänzungen könnten die deutschen Regelwerke noch durch die Veröffentlichung von Mitgliedschaften in Ausschüssen / Aufsichtsräten und Angaben zur Qualifikation erfahren. Eine Vereinheitlichung der Kodizes auf europäischer Ebene wäre auf Grund der Unterschiede in den nationalen Unternehmenskulturen schwierig. Eine Erarbeitung eines Kernkodexes erscheint hingegen machbar.

5. Sollten am Immobilienkodex weitere branchenspezifische Änderungen vorgenommen werden?

Die vorgenommenen Ergänzungen des Immobilienkodex erscheinen richtig und sinnvoll. Die empirische Studie hat jedoch gezeigt, dass der spezifische Stellenwert des CGK der Immobilienwirtschaft noch unzureichend von den Akteuren wahrgenommen wird und, dass die Akzeptanz des immobilienpezifischen Kodexes weiter erhöht werden muss. Die Vereinheitlichung bezüglich der Angaben zur Vergütung werden bei der nächsten Aktualisierung des immobilien-spezifischen Kodizes sicherlich von dem DCGK übernommen, dieses sensible Themengebiet erscheinen somit ausreichend abgedeckt.

6. Welche kodexexternen Handlungsfelder können zur Verbesserung der Kodexumsetzung beitragen?

Eine wichtige Erkenntnis der Arbeit, die quer zu den einzelnen Forschungsfragen liegt, ist der begrenzte Wirkungsradius der Kodizes an sich. Als zwischen Markt und Gesetzen angesiedelten Regulierungsmechanismen bedürfen sie der informierten Akzeptanz der Akteure. Das ist zum Teil Frage der Sinnhaftigkeit und Handhabbarkeit der Kodizes selbst, aber wesentlich auch des Bewusstseins der Entscheidungsträger. Die vorliegende Arbeit hat zentrale Diskursfelder identifiziert - Entlohnung, Diversität, hier insbesondere die Genderfrage, Qualifikation und Weiterbildung des Aufsichtsrates, Transparenz und Interessenskonflikte - in denen kulturelle Rückständigkeit, aber auch branchenspezifische Gegebenheiten zu einem niedrigen Umsetzungsgrad führen. In dem Maße, um nur ein Beispiel in Erinnerung zu bringen, wie in der deutschen Immobilienindustrie Diversität im Aufsichtsrat keinen Wettbewerbsvorteil bringt, weil das Geschäftsfeld vorwiegend oder ausschließlich national ist, bleibt diese Empfehlung abstrakt. Und umgekehrt, wenn die gezielte Berücksichtigung von Frauen bei der Suche nach qualifizierten Führungskräften das Niveau der Kandidatenliste verbessert und damit über kurz oder lang die Qualität der Spitze des Unternehmens, so ist das ein starkes Wettbewerbsargument jenseits aller Menschenrechtsfragen.

Die Hoffnung, durch immer weitere imminente Verbesserungen des DCGK bzw. seiner immobilien-spezifischen Variante die Governance zu verbessern trifft auf eher enge Grenzen. Vielmehr gilt es für die Governance Bewegung, sich bei den Empfehlungen und Anregungen selbst klar

zu positionieren, in den aktuellen Diskurs einzugreifen und in der eigenen Bezugsgruppe aktive Bewusstseinsbildung und Qualifizierung voranzutreiben.

## 6.2 Grenzen der Arbeit

Die vorliegende Arbeit hat den Umsetzungsgrad des DCGK bzw. des CGKI bei 24 aktiennotierten Immobilienunternehmen untersucht. Die empirische Studie hat deutliche und aussagekräftige Muster ergeben, welche Ziffern einen hohen Grad an Zustimmung finden ist und bei welchen auffällig häufig Angaben fehlen. Die Arbeit hat so ein differenziertes Bild der Umsetzung der Kodizes zeichnen können und auf der Grundlage dieser quantitativen Verteilungen, mit Hilfe der Interviews mit Experten und Entscheidungsträgern und der Literaturrecherche Interpretationen der gegenwärtigen Umsetzung des DCGK und des CGKI in der deutschen Immobilienindustrie erarbeitet.

Es wurden nur „DIMAX“ Unternehmen untersucht. Ein möglicher Kritikpunkt an der Arbeit ist die sehr unterschiedliche Marktkapitalisierung der analysierten Unternehmen (1.416.507.000 Euro Deutsche EuroShop AG vs. 17.421.880 ESTAVIS AG) sowie deren Handelsvolumina (117.302.315 Trades IVG Immobilien AG vs. 1 Trade Rathgeber AG). Es werden große mit kleinen Unternehmen verglichen, Unternehmen, deren Aktien oft mit Unternehmen, deren Aktien selten gehandelt werden. Auch sind im DIMAX Unternehmen gelistet, die für die Branche schwerlich repräsentativ sind, wie die Rathgeber AG gezeigt hat. Im Juli 2012 wurde für die Rathgeber AG ein Squeeze-out Beschluss gefasst. Die Notierung der Aktie wurde inzwischen eingestellt. Die Unternehmen im DIMAX werden weder bei einer sehr geringen Marktkapitalisierung, noch bei einer sehr geringen Anzahl von Trades aus dem Index genommen. Seine Zusammensetzung hat somit nur eine begrenzte Aussagekraft.

Mit der empirischen Ausrichtung der Arbeit verband sich in den Anfängen die Hoffnung, zu Aussagen über die einzelnen aktiennotierten Immobilienunternehmen zu kommen, die einen signifikanten Zusammenhang zwischen dem Umsetzungsgrad des CGKI und anderen Variablen ergeben hätten.<sup>582</sup> Diese Hoffnung hat sich nicht erfüllt. Zwar lassen sich Korrelationen herstellen, etwa zwischen dem Umsetzungsgrad und der Marktkapitalisierung, aber diese sind nicht nur wenig signifikant, sondern auch aussageschwach, denn mögliche kausale Zusammenhänge bleiben völlig offen. Betrachten Unternehmen, die allgemein gut dastehen, die Entsprechenserklärung stärker als Teil der unternehmerischen Routine als solche die schlechter dastehen, oder haben sie vielmehr eine bessere Performance, weil sie den Kodex ernstnehmen? Der Zusammenhang zwischen Umsetzungsgrad von Governance und Performance eines Unternehmens, ob letztere nun am Handelsvolumen oder an anderen Größen festgemacht werden, lässt sich mit dem hier entwickelten Ansatz nicht kausal nachweisen. Korrelationen sind noch

---

<sup>582</sup> Die OECD ist zum Beispiel überzeugt, ein „effektives Corporate-Governance-System in den einzelnen Unternehmen wie auch in der Wirtschaft insgesamt sorgt mit für das Maß an Vertrauen, das für ein reibungsloses Funktionieren der Marktwirtschaft unerlässlich ist. Die Kapitalkosten sind dann entsprechend niedriger und die Unternehmen werden dazu ermutigt, die verfügbaren Ressourcen nicht nur effizienter, sondern auch innovativ einzusetzen, wodurch das Wachstum gestützt wird.“ OECD (2004B), S. 11f.

keine kausalen Zusammenhänge und die Gefahr besteht, dass die Performance von einer dritten Variablen abhängt, die gar nicht ins Bild gerückt ist.<sup>583</sup>

Die Arbeit hat sich deshalb auf die Muster konzentriert, die sich bei der Verteilung der Antworten auf die einzelnen Ziffern ergaben. Die Aussagen, die in der Arbeit aufgrund der Verteilungen der Antworten bei den einzelnen Ziffern getroffen werden, ergeben sich nicht kausal zwingend aus den Zahlen selbst, sondern sind qualitative Aussagen, die durch die quantitativen Ergebnisse der empirischen Untersuchung, die Aussagen der Experten in den Interviews und die wissenschaftliche Literatur zum Thema gestützt werden.

### 6.3 Weiterer Forschungsbedarf

Damit sind Grenzen und hypostasierter Verdienst der Arbeit benannt. Die Aussagen beanspruchen keine Gültigkeit aufgrund eindeutiger empirisch nachweisbarer Korrelationen, aber sie sind auch keineswegs reduzierbar auf bloße Plausibilitätsannahmen, sondern erfahren ihre Kraft aus der Konstellation zwischen quantitativen Ergebnissen, hochqualifiziertem Erfahrungswissen und Literaturrecherche. Ob sich eine tiefergehende Analyse des Umsetzungsgrades von Governance Kodizes in der Immobilienwirtschaft lohnt, scheint zweifelhaft. Salopp gesprochen: was es da zu wissen gibt, scheint bekannt. Der Blick sollte sich vielmehr bei den kritischen Stellen – ob Gehälter, Interessenkonflikte, Frauenquote oder Fortbildung – auf die Integration der einzelnen Handlungsbereiche in den Unternehmensalltag, den kulturellen Hintergrund, die politischen Rahmenbedingungen richten.

Über die Zukunft der Frauenquote in den Führungsgremien der Immobilienwirtschaft entscheidet nicht eine Überarbeitung der entsprechenden Ziffern im DCGK und seiner immobilien-spezifischen Version, sondern allgemeiner die gesellschaftliche Entwicklung hin auf mehr Gleichberechtigung zwischen den Geschlechtern. Es wäre hier die Rolle der Governance Kodizes im Wechselverhältnis mit dem politischen Prozess, der sich verändernden gesellschaftlichen Rolle der Frau und dem Qualifikationsprofil und der Nachwuchssituation für Führungskräfte in der Wirtschaft voranzutreiben.

Ähnlich stellt sich die Situation bei der Vergütungsfrage dar. Die Offenlegung der Gehälter war ein wichtiger Schritt, um Auswüchsen entgegenzuwirken und ein großer Erfolg der Governance

---

<sup>583</sup> Die meisten Autoren gehen davon aus, dass es einen positiven Zusammenhang zwischen Corporate Governance Merkmalen und Performance der Unternehmen gibt. „Die Governancedebatte geht grundsätzlich davon aus, dass Unternehmen mit guter CG erfolgreicher sind als solche mit unzulänglichen Führungsmodalitäten. Die Annahme eines positiven Zusammenhangs zwischen CG und Unternehmenserfolg ist zwar durchaus plausibel, empirisch aber nur schwer nachzuweisen. Die Probleme, verlässliche Aussagen zu den Erfolgswirkungen alternativer Formen der CG zu treffen, beruhen zum einen darauf, dass Governancesysteme aus zahlreichen Systemelementen bestehen, die ihrerseits ein hohes Maß an Komplexität aufweisen und miteinander in vielfältigen Wechselwirkungen stehen. Zum anderen ist zu beachten, dass der Unternehmenserfolg keineswegs ausschließlich von den Governancemodalitäten beeinflusst wird, sondern von zahlreichen weiteren Faktoren wie z.B. den Geschäftsfeld- und Wettbewerbsstrategien des Unternehmens. Die heute noch unsicheren Erkenntnisse über die Erfolgskonsequenzen der CG mahnen somit zur Vorsicht bei entsprechenden Effizienzaussagen. Sie sprechen allerdings in Anbetracht der schwierigen Beweisführung auch nicht per se gegen die Formulierung und Einhaltung von Governancestandards. Soweit die Standards plausibel sind und bereits von zahlreichen Unternehmen (ohne erkennbaren Schaden) praktiziert werden, dürfen sie als ‚Best Practice‘ eine gewisse Effizienzvermutung für sich beanspruchen“, Gabler Wirtschaftslexikon (2012A).



Bewegung. Aber auch hier ist die zukünftige Entwicklung der Kodizes eng verknüpft mit der allgemeineren, nämlich einer wachsenden sozialen Ungleichheit und dem Widerstand dagegen. So hat etwa in der Schweiz eine Volksabstimmung im März 2013 eine deutliche Mehrheit für die Begrenzung von Manager-Gehältern erbracht. Der Schweizer Unternehmensdachverband Economiesuisse hatte eine erbitterte Kampagne gegen die Volksabstimmung geführt und war eklatant unterlegen, worauf im Mai 2013 Präsident und Direktor zurücktraten, ein Indikator, dass die Volksabstimmung bis in den schweizerischen Wirtschaftsdachverband die Kräfteverhältnisse verändert hat.

Die Governance Bewegung ist selbst ein Akteur in einem komplexen Interaktionszusammenhang von Handlungsfeldern in Politik, Wirtschaft und Gesellschaft, die alle einer eigenen Logik folgen. Es wäre vermessen, annehmen zu wollen, dass Governance Kodizes hier zentrale Steuerungsfunktionen quer über die gesellschaftlichen Subsysteme hinweg übernehmen könnten. Die Sinnhaftigkeit, als Immobilienunternehmen dem DCGK bzw. dem CGKI zu folgen, muss sich für die Akteure natürlich aus dem Kodex selbst ergeben – und hier stehen im Mittelpunkt Diskussionen wie diejenige zur Verschlinkung oder die Frage, ob gesetzliche Vorschriften Teil des Kodexes sein sollen oder nicht – aber eben auch aufgrund von Anreizen und Zwängen, die sich in anderen Bereichen ergeben. Hier wiederum könnte und müsste die Governance Bewegung eine offensivere Haltung der kulturellen Deutungshoheit wirtschaftlicher, politischer und gesellschaftlicher Entwicklungen für die eigene Bezugsgruppe einnehmen. Die Notwendigkeit einer kontinuierlichen Weiterbildung der Führungskräfte im Immobiliensektor etwa muss auch durch entsprechende bewusstseinsbildende Aktivitäten den Betroffenen vermittelt werden, durch Fachkongresse und andere konkrete Maßnahmen.

Die Fragenstellungen der zukünftige Governance Forschung überschreiten die immanenten Grenzen der Kodizes und ihrer Umsetzung und sollten handlungsrelevant die entsprechenden Ziffern in ihrem wirtschaftlichen, politischen und gesellschaftlichen Umfeld diskutieren.

## 6.4 Schlussbemerkungen

Fast zehn Jahre nach der Gründung des DCGK und des CGKI hält die Debatte über ihre Sinnhaftigkeit und Notwendigkeit an. Die Befürworter sind überzeugt, die Kodizes hätten die Unternehmensphilosophie zum Beispiel im Hinblick auf Professionalisierung und Verantwortung von Aufsichtsräten verbessert und ihre Abschaffung käme einem Imagedesaster gleich.<sup>584</sup> Die Gegner gehen soweit, die Kodizes ganz abschaffen zu wollen.<sup>585</sup> Nach Wadewitz zeigt die letzte Bankenkrise, dass das Versagen von Corporate Governance, wie schon bei den Bilanzskandalen um Enron und Worldcom, desaströse Folgen haben kann. Auch kurzfristige Anreizsysteme in der Vergütung und Konflikte in den Kontrollgremien sind nach wie vor ungelöste Probleme, zu deren Eindämmung CG einen wichtigen Beitrag leisten könnte.

Zu Beginn des zweiten Jahrzehnts dieses Jahrhunderts befindet sich die Governance Bewegung in Deutschland ohne Zweifel in einer Abschwungsphase, die Ausdruck einer allgemein starken Wirtschaftssituation ist. Tendenziell wird, wie oben ausführlich dargestellt wurde, die Regulierung und Selbstregulierung der Wirtschaft in Zeiten des Aufschwungs schwächer, während Kri-

---

<sup>584</sup> Vgl. Wadewitz (2011), S. 8.

<sup>585</sup> Vgl. Fockenbrock (2011A), S. 8.

sen und Skandale die Regulierungsduldsamkeit und die Bereitschaft zur Selbstregulierung erhöhen.

Die Auswirkungen der letzten globalen Finanz- und Wirtschaftskrise, die Ende 2007 in den USA ihren Ausgang nahm, sind bis heute deutlich spürbar und stellen im zweiten Jahrzehnt dieses Jahrhunderts vor allem die südeuropäischen Staatshaushalte vor große Probleme und die Europäische Union auf ihre bisher härteste Bewährungsprobe. Die CG Kodizes und die Verstärkung von Reglementierungen konnten die Krise nicht verhindern und es kann nur gemutmaßt werden, ob sie und ihre Folgen ohne die Kodizes noch dramatischer gewesen wären. Die Krise hat gezeigt, dass die Risiko-Management Systeme wie auch die deutschen und internationalen Kodizes und das anglo-amerikanische Corporate-Governance-Modell, einschließlich der drakonischen Gesetzgebung (SOX Act von 2002), wirtschaftlichen Einbrüchen, die wesentlich auch auf unlautere Praktiken zurückzuführen sind, nicht verhindern.<sup>586</sup> Auch nach der Implementierung des DCGK rissen die Skandale nicht ab. Dem Schmiergeldskandal um Siemens (2006 / 2007) folgte die Überwachungsaffäre um den Chef der Deutsche Telekom, Kai-Uwe Ricke, die 2008 bekannt wurde. Die gesetzliche Deregulierung hat, obwohl CG Kodizes bestanden, dazu geführt, dass weite Teile des Finanzsektors toxische Produkte als Routine betrachten. Im Zuge der letzten Wirtschaft- und Finanzkrise gerieten, trotz der gesetzlichen Rahmenbedingungen, die beiden Immobilien-Finanzierer Fannie Mae (Federal National Mortgage Association - FNMA) und Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation - FHMC) auf Grund von undurchsichtigen Manövern, zu permissiven Rahmenbedingungen und der Folgen der Immobilienkrise in den USA in Schwierigkeiten.<sup>587</sup>

Für eine realistische Einschätzung der zukünftigen Rolle des DCGK und des CGKI in der deutschen Immobilienwirtschaft ist es wichtig, allgemein die Grenzen von Regelwerken bei der Reduktion der Distanz zwischen Soll- und Ist-Zustand im Auge zu behalten. Es wäre naiv annehmen zu wollen, so das Argument in dieser Arbeit, das Aufstellen von Regeln garantiere auch ihre Einhaltung. Die kognitive Dissonanz<sup>588</sup> Forschung hat gezeigt, dass es keine Korrelation gibt zwischen der Stärke, mit der etwa Schummeln, also betrügerisches Handeln, verurteilt wird und dem tatsächlichen Verhalten. Ohne auf die sozialpsychologischen Wirkungszusammenhänge eingehen zu wollen, stellt sich die Diskrepanz zwischen Regeln und Verhalten als ein eher verbreitetes Phänomen dar und die Frage ist, welche Faktoren zur Vergrößerung oder Reduzierung dieser Distanz beitragen. Auch diese Frage kann hier nur gestellt werden, es lässt sich jedoch ex negativo sagen, dass die Ausgestaltung des Regelwerks in einem bestimmten Handlungsbereich, im vorliegenden Fall des DCGK und des CGKI, nur eine untergeordnete Rolle spielt, wenn es darum geht, Ist- und Soll-Zustand näher zusammenzubringen. Auch ein noch so gut ausgearbeiteter Kodex ist nur etwas wert, wenn die richtigen Personen für dessen Umsetzung verantwortlich sind. Klaus-Peter Müller, Vorsitzender der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex meint dazu: „Am Ende ist es nicht der Kodex, der zählt, sondern die gelebte Verantwortung der Organmitglieder.“<sup>589</sup> Auch Marnet betrachtet eher die Personen, die für die Umsetzung der Regelwerke verantwortlich sind: „A better understanding

---

<sup>586</sup> Vgl. Plessis / Großfeld / Saenger / Sandrock (2012), S. 11.

<sup>587</sup> Vgl. Buchter (2009).

<sup>588</sup> Vgl. Tavis / Aronson (2010), S. 25-30.

<sup>589</sup> Wadewitz (2012B), S. 11.

of how individuals behave in the real world may at the very least improve our chances of preventing future corporate disasters."<sup>590</sup> So auch Olivier Elamine: „Das Problem eines CG-Beauftragten und eines Risiko-Management-Systems besteht darin, dass nur große Unternehmen aus Ressourcengründen sich intensiv mit diesen Maßnahmen auseinandersetzen können. Selbst wenn ein Unternehmen einen solchen Beauftragten beschäftigt und ein solches System implementiert, besteht die Gefahr, dass sich die Personen, die sich hinter diesen Maßnahmen befinden, nicht an die Regeln halten. In so einem Fall würden selbst Zertifizierungen und Prüfungen das Unternehmen nicht nachhaltiger machen. Selbst wenn eine Prüfung ergeben würde, dass die CG eines Unternehmens vorbildlich ist, besteht dennoch die Gefahr, dass das Unternehmen nicht die erwarteten Ergebnisse liefert. CG ist somit etwas, das kulturell in den Unternehmen verankert sein sollte und nicht etwas, das mit Prozessen gesteuert werden kann.“<sup>591</sup>

Governance Kodizes stehen somit in einem weiteren Zusammenhang, der ökonomisch, politisch, vor allem aber auch kulturell definiert ist. Die Zentralität der Personen, die in den obigen Zitaten angesprochen wird, ist nicht dahingehend zu verstehen, dass besonders charakterfeste und prinzipientreue Personen gefragt sind, sondern dass kulturelle Standards dessen, womit man „davonkommt“, was „durchgeht“<sup>592</sup> durch die Personen vermittelt sind. Griechische und italienische öffentliche Bedienstete haben nicht von Haus aus einen schlechteren Charakter als ihre deutschen und dänischen Kollegen, sondern Korruption ist in Griechenland und Italien allgemein, oder doch zumindest in der Subkultur der öffentlichen Verwaltung ein gesellschaftlich weithin akzeptiertes Phänomen.<sup>593</sup> Der Beitrag von Regelwerken, wie sie die Governance Kodizes darstellen, kann hier nur begrenzt sein und ist in einem umfassenderen Zusammenhang zu sehen mit der Entwicklung von Unternehmens- und Wirtschaftskulturen, von denen sie gleichsam die Speerspitze darstellen.<sup>594</sup>

Anspruch der Kodizes kann es auch nicht sein, Wirtschaftskrisen zu verhindern, vielmehr sollen sie dabei helfen, die Unternehmen transparenter für die Investoren zu machen und jenen selbst als Check-Liste dienen, um wichtige ökonomische, moralische, menschenrechtliche und ökologische Kriterien mit dem eigenen Gewinnstreben in Einklang zu bringen. Insofern war die Hoffnung der Kodexkommissionen nach den weltweiten Unternehmensskandalen (u.a. Enron, Worldcom, Parmalat, Holzmann) in den Neunzigerjahren des letzten Jahrhunderts, durch die Entwicklung der verschiedenen CG-Kodizes, die Wirtschaft ein Stück weit resilienter zu machen und weitere mögliche Krisen zu verhindern, ganz gewiss überzogen. Das schmälert jedoch keineswegs ihre Bedeutung in dem hier diskutierten Rahmen.

---

<sup>590</sup> Marnet (2007), S. 206.

<sup>591</sup> Vgl. Interview Elamine (2012), Anhang 3.

<sup>592</sup> „Es gibt Stimmen, die sagen, dass Strafmechanismen ohne „Zähne“ nichts wert sind. Ich meine die Fragen sind: „Wer überwacht das?“ „Wer maßt sich das an?“ „Wie ist das in Streitfällen?“. Ideal wäre es, wenn der Markt Intransparenz abstrafen würde.“, Interview Stobbe (2012), Anhang 6.

<sup>593</sup> Griechenland ist laut dem Korruptionswahrmehmungsindex von Transparency International bei der Korruption im öffentlichen Sektor in Europa das Schlusslicht, Italien ist auf dem drittletzten Platz; Deutschland liegt auf Platz neun und Dänemark und Finnland liegen an der Spitze. Vgl. <http://www.transparency.org/cpi2012/results>.

<sup>594</sup> Ähnlich spricht v. Werder von einer „Governanceatmosphäre“ und meint damit die „gemeinhin geteilten Wertvorstellungen des soziokulturellen Umfelds, in das ein Unternehmen eingebettet ist.“ Werder (2009), S. 13.

Die Kodizes haben sich mittlerweile sowohl im angelsächsischen Raum als auch in Deutschland etabliert, eine „CG-Revolution“<sup>595</sup> ist somit nicht mehr nötig. Die Grundlagen hierfür wurden in Deutschland Anfang des letzten Jahrzehnts unter Bundeskanzler Schröder gelegt. Die Kodizes haben sich sowohl in den USA als auch in Großbritannien „stabilisiert“ und erfahren nur bei Bedarf Anpassungen. Eine qualitativ neue Dynamik aus diesen Ländern in Form von grundlegend neuen Regeln ist zumindest in den nächsten Jahren nicht zu erwarten.

Mitte 2013 durchlebte die Regierungskommission DCGK eine kritische Phase.<sup>596</sup> Die Schwierigkeit, einen Nachfolger für den Vorsitzenden, Klaus-Peter Müller, Vorsitzender des Aufsichtsrats der Commerzbank, zu finden, war ein deutlicher Indikator für eine Schwächephase dieses Gremiums und der Governance in Deutschland insgesamt. Als 2001 die Kommission gegründet wurde, saßen u.a. Porsche-Chef Wendelin Wiedeking und Vorstände von Allianz, BASF, Deutsche Börse und Deutsche Bank in ihr, heute sind die Mitglieder mit Management Erfahrung deutlich zurückgegangen.<sup>597</sup> Ab dem 1. Oktober 2013 wurde die CG Kommission nun vom Deutschen Aktieninstitut übernommen.<sup>598</sup> Ungeachtet dieser Schwächephase erfüllt der DCGK weiterhin seine Funktion als zentrales Instrument der Selbstregulierung der Immobilien- und allgemeiner der deutschen Wirtschaft.

Die zukünftige Rolle des DCGK in der Immobilien- und allgemeiner in der deutschen Wirtschaft hängt wesentlich von einer realitätstüchtigen Einschätzung der möglichen Funktion dieser Regelwerke und der existierenden Handlungsspielräume ab, zu der diese Arbeit einen Beitrag leisten will. Es gilt, die gegenwärtige Abschwungsphase der Governance Bewegung im Kontext einer starken Entwicklung der deutschen Wirtschaft und einer entsprechenden Abneigung gegen Regulierung zu kontextualisieren und offensiv die Anliegen der Governance sowohl gegenüber der Politik und der allgemeinen Öffentlichkeit als auch gegenüber dem eigenen Unternehmen zu vertreten. Dafür müssen die Handlungsperspektiven in den verschiedenen Bereichen und die möglichen Strategien deutlich gemacht werden.

Die Hoffnung, der Markt und insbesondere die Investitionsentscheidungen institutioneller Anleger würden vor allem auch in der Immobilienbranche einen stillen Zwang zur Umsetzung des immobilienpezifischen oder zumindest des allgemeinen DCGK ausüben, haben sich bisher nur unzureichend erfüllt. Wie die empirische Untersuchung in dieser Arbeit und andere Studien gezeigt haben, werden gerade auch in wichtigen Bereichen, etwa von Interessenskonflikten, Transparenz, Mandaten in einem viel zu großen Teil der Entsprechenserklärungen keine Angaben gemacht. Bewusstseinsarbeit bei den Betroffenen und eine verbesserte Handhabbarkeit der Kodizes können diese Situation sicherlich verbessern. Soll des Weiteren auch der stille Zwang des Marktes durch stärkere Kontrollen flankiert werden? Wäre es sinnvoll, eine staatliche Kontrolle einzuführen? Sollten Wirtschaftsprüfer die Umsetzung der Kodizes überprüfen? Das Grünbuch der Europäischen Kommission fragt hierzu: „Sollten Ihrer Auffassung nach die Aufsichtsbehörden befugt sein, die Informationsqualität der Erläuterungen in den Corporate Governance-Erklärungen zu überprüfen und die Unternehmen zu einer eventuellen Vervollstän-

---

<sup>595</sup> Vgl. Dent (1981), S. 623.

<sup>596</sup> Vgl. Amann / Dohmen (2013), S. 40f.

<sup>597</sup> Vgl. Amann / Dohmen (2013), S. 40f.

<sup>598</sup> Vgl. Büschemann (2013), S. 19.

digung dieser Erläuterungen aufzufordern? Wenn ja, wie sollte ihre Rolle im Einzelnen aussehen?“<sup>599</sup>

Rechtlich sind bei den Kodizes nur die Publizitäts- und die Erklärungspflicht bindend.<sup>600</sup> Die EU befürwortet deshalb, eine strengere Überwachung der Umsetzung der Kodizes durch die nationalen Regierungen einzuführen und die Unternehmen, die nicht alle Empfehlungen der Kodizes befolgen, strikter dazu anzuhalten, dies hinreichend zu erläutern.<sup>601</sup> Dagegen argumentiert Seibert: „Es ist auch nicht die Aufgabe des Gesetzgebers, auf längere, ausführlichere oder detailliertere Begründungen hinzuwirken, sondern die der Aktionäre und der Kapitalmärkte.“<sup>602</sup> Er vertritt den Standpunkt, dass eine Überwachung der Corporate Governance-Erklärungen problematisch wäre, da viele Unternehmen in Schein-Compliance eine „behördlich abgesegnete Formulierung übernehmen“ würden, ohne dass sich in der faktischen Umsetzung etwas ändern würde.

In dieser Arbeit überwiegen die Zweifel, ob eine stärkere gesetzliche Unterfütterung des DCGK und seiner immobilienpezifischen Version allein den Umsetzungsgrad verbessern würde. Nicht zu viel Hoffnung in gesetzliche Bindung zu setzen, kann nicht heißen, auf dieses Druckmittel ganz zu verzichten. Schon jetzt werden bestehende gesetzliche Bestimmungen, wie etwa die Anfechtbarkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen wegen unzureichender Entsprechenserklärung kritisiert.<sup>603</sup> Welchen Sinn aber würde eine verpflichtende Entsprechenserklärung machen, wenn die Unternehmen bei Nichteinhaltung keine Konsequenzen zu befürchten hätten? Auch Jörn Stobbe gibt zu bedenken, dass solange eine Nichtbefolgung ohne erkennbare, rechtliche oder finanzielle Nachteile bleibt, Unternehmen nicht genug in eine vollständige Kodexumsetzung investieren werden, „Es gibt Stimmen,“ erläutert er, „die sagen, dass Strafmechanismen ohne „Zähne“ nichts wert sind. Ich meine die Fragen sind: „Wer überwacht das?“ „Wer maßt sich das an?“ „Wie ist das in Streitfällen?“. Ideal wäre es, wenn der Markt Intransparenz abstrafen würde. Aber wenn das mit dem Katalog durchsetzbar wäre, bräuchte man keine Forscher wie Sie, sondern den Umsetzungsgrad könnten dann z.B. auch Journalisten überprüfen.“<sup>604</sup>

Strategien für einen verbesserten Umsetzungsgrad müssten die Bewusstseinsbildung bei den Akteuren für die Sinnhaftigkeit der Ziffern ebenso einschließen, wie eine allgemeine Öffentlichkeitsarbeit zugunsten selbstverpflichtender Regelwerke, wie sie die Governance Kodizes darstellen. Gleichzeitig – und das war der Fokus der Arbeit, ihrer Ergebnisse und der Schlussfolgerungen – wäre es wünschenswert, nach dem Stand des Wissens Form und Inhalt des allgemeinen und immobilienpezifischen CGK zu optimieren. Das setzt klare Entscheidungen von Seiten der Regierungskommission voraus. Eine erste ginge dahin, mit dem Kodex nicht selbst Unternehmenspolitik machen zu wollen, sondern reale Entwicklungen aufzunehmen und präzise in Kodexziffern zu übersetzen. So scheiterte die Kodexkommission zum Beispiel mit Ihren Vorschlägen zur Unabhängigkeit von Aufsichtsräten. Sie stellte einen Sechs-Punkte-Katalog vor,

---

<sup>599</sup> Europäische Kommission (2011A), S. 23.

<sup>600</sup> Lutter (2012), S. 8

<sup>601</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011A), S. 3.

<sup>602</sup> Seibert (2011), S. 15.

<sup>603</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung (2012G), S.15.

<sup>604</sup> Interview Stobbe (2012), Anhang 6.

der mögliche Interessenkonflikte definieren und in sechs sogenannten "Fallgruppen" festlegen sollte, wann Interessenskonflikte die Unabhängigkeit infrage stellen. Mit diesem Vorhaben erzeugte die Kommission nicht nur Kritik innerhalb der Wirtschaft und vom Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI), sondern auch von den Gewerkschaften, der CDU, der SPD und den Bundesministerien für Justiz und Finanzen.<sup>605</sup>

Ein anderes Beispiel ist die Cooling-Off-Periode, um den unmittelbaren Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat zu stoppen. Es gibt noch keinen Beleg dafür, dass der direkte Wechsel eines Vorstandschefs an die Spitze des Aufsichtsrats die Handlungsfreiheit des neuen Vorstandsvorsitzenden einschränkt. Es stellt sich die Frage, ob die Vermeidung eines hypothetischen Risikos den gravierenden Know-how-Verlust für die Aufsichtsräte ausgleicht.<sup>606</sup> Nach 2002, dem Jahr, in dem der DCGK eingeführt wurde, machten die ehemaligen Vorstandsvorsitzenden noch über die Hälfte der Aufsichtsratsvorsitzenden aus.<sup>607</sup> Noch lassen sich gravierende Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg (gemessen an der Eigenkapital- und an der Gesamtkapitalrendite) und den Aktienkurs nicht belegen. Es gälte zu überlegen, ob hier nicht der Regulierungseifer des DCGK und seiner immobilien-spezifischen Version zurückgenommen werden sollte und die Aktionäre entscheiden sollten, ob ehemalige Vorstände in den Aufsichtsrat wechseln sollten oder nicht.<sup>608</sup>

Es scheint für die Governance Bewegung nicht förderlich, in kontroversen Bereichen selbst die Regeln setzen zu wollen. Vielmehr muss es darum gehen, das bestehende Regelwerk mit einer klaren Linie zu verschlanken und weiterzuentwickeln, aufbauend darauf, dass im letzten Jahrzehnt ein großer Teil der Unternehmen mit der Governance Logik vertraut geworden ist und sich darauf eingestellt hat.<sup>609</sup> Es muss also zukünftig darum gehen, mit einer klaren Linie, zu der hier Vorschläge gemacht wurden, den DCGK behutsam weiterzuentwickeln. Von zentraler Bedeutung ist dabei der Einbezug der Öffentlichkeit.<sup>610</sup> Bei den vorletzten und den letzten Regeländerungen des DCGK (Versionen vom 15. Mai 2012 und 13. Mai 2013) wurde die Wirtschaft von der Regierungskommission dazu eingeladen, Stellungnahmen zu den Änderungsvorschlägen der Kodexkommission abzugeben. Das Fehlen dieser Möglichkeit war in der Vergangenheit verschiedentlich kritisiert worden.<sup>611</sup> Schon bei diesem ersten Angebot von Partizipation liefen mehr als 70 Stellungnahmen ein und es gilt, diesen vielversprechenden Anfang weiter auszubauen, etwa auch durch ein Feed-back, ob und wie jene aufgenommen wurden.<sup>612</sup>

Allgemeiner lässt sich sagen, dass alle Maßnahmen zielführend sind, die den Kodex mit den Meinungen und der Realität der betroffenen Unternehmen konfrontiert und in Austausch bringt. Die Präsenz von Schlüsselfiguren der deutschen Wirtschaft in der Regierungskommission ist dafür nur eine Möglichkeit, wobei noch zu fragen wäre, ob die Präsenz großer Namen in ihr

---

<sup>605</sup> Vgl. Fockenbrock (2012B), S. 22.

<sup>606</sup> Vgl. Fockenbrock (2011B), S. 29.

<sup>607</sup> Vgl. Büschemann / Weber (2012).

<sup>608</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung (2012A), S.12.

<sup>609</sup> „Auf keinen Fall darf ein solches Regelwerk völlig umgeschrieben werden. Nach zehn Jahren hat sich ein großer Teil der Unternehmen gerade daran gewöhnt und sich darauf eingestellt. Da wäre ich behutsam. Ich würde es auf keinen Fall ganz umschmeißen sondern eher behutsam „verschlanken“, Interview Stobbe (2012), Anhang 6.

<sup>610</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung (2012G), S.15.

<sup>611</sup> Vgl. Jahn (2011), S. 9.

<sup>612</sup> Vgl. Wadewitz (2012B), S. 11.

den Gedanken und die Praxis der Governance in Deutschland wesentlich weitergebracht hat, zumal die Praxis des einen oder anderen Kommissionsmitglieds in deutlichem Widerspruch zum DCGK stand. Eine pro-aktive Partizipationspraxis ist dazu eine mögliche Alternative, um den Unternehmen in der Weiterentwicklung des Kodex eine möglichst gewichtige Stimme zu geben und den Kodex in der Fläche zu verankern.

Die Arbeit hat weiterhin die Grenzen länderübergreifender Kodizes deutlich gemacht. Die bisherigen Versuche der Erarbeitung eines europaweiten Indexes sind nicht sehr weit gediehen. Ein wichtiger Grund dafür ist, dass Governance Kodizes sich auf die jeweiligen nationalen Unternehmenskulturen beziehen, sie berücksichtigen nationale Unterschiede und Besonderheiten wie z.B. die unterschiedliche Rolle des Aufsichtsrats in Kontinentaleuropa und insbesondere in Deutschland und den angelsächsischen Ländern. Das spricht nicht gegen die schrittweise Erarbeitung eines „Kernkodex“, der europaweit Geltung hätte und länderspezifisch anzupassen wäre. Zwar hat die Globalisierung in den letzten drei Jahrzehnten von den europäischen Wirtschaften hohe Anpassungsleistungen verlangt, und dazu gehört auch Corporate Governance. Gleichwohl hat die deutsche Wirtschaft, wie die anderen nationalen europäischen Ökonomien, viele spezifische Charakterzüge beibehalten und wird sie vermutlich auch in Zukunft beibehalten. Darauf wird der DCGK auch zukünftig spezifisch deutsche Antworten geben müssen. Ähnliches gilt mutatis mutandis innerhalb der nationalen Kodizes für die branchenspezifischen: Im Rumpfteil sollten sie automatisch die jeweils geltende Version des DCGK übernehmen, und die immobilienpezifischen Ziffern sollten nach Bedarf angepasst werden.

Zusammenfassend lässt sich sagen: CG ist in der deutschen Immobilienwirtschaft angekommen. Die meisten der untersuchten Unternehmen befolgen zumindest große Teile des DCGK und machen dies in ihren Unternehmensunterlagen kenntlich. Problematisch und verbesserungswürdig erscheint noch die Integration des immobilienpezifischen Kodexes in die Unternehmensphilosophien, die Umsetzung der Anregungen, die der sensiblen Empfehlungen, sowie die Fehlinterpretation einiger Empfehlungen und Bestimmungen. Es erscheint somit in den Augen der Experten und angesichts der empirischen Ergebnisse zweifelhaft, ob immer detailliertere Regelwerke die Akzeptanz der Kodizes erhöhen würde. Stattdessen sollte das Augenmerk auf Klarheit, Unzweideutigkeit und gute Handhabbarkeit gerichtet sein und die wesentliche Anstrengung der Governance Bewegung auf Sensibilisierung und Qualifikation gerichtet sein.

## Literatur

Aguilera, Ruth V. / Cuervo-Cazurra, Alvaro (2004): Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger?, in: *Organization Studies* Vol. 25, No. 3, S. 417-445.

Aguirre, DeAnne / Hoteit, Leila / Rupp, Christine / Sabbagh, Karim (2012): *Empowering the Third Billion - Women and the World of Work in 2012*, Booz & Company.

Aktiengesetz (2011A): Erstes Buch - Aktiengesellschaft (§§ 1 - 277), Viertes Teil - Verfassung der Aktiengesellschaft (§§ 76 - 149), Zweiter Abschnitt - Aufsichtsrat (§§ 95 - 116), § 100 Persönliche Voraussetzungen für Aufsichtsratsmitglieder, <http://dejure.org/gesetze/AktG/100.html>, Abrufdatum: 16.08.2011.

Aktiengesetz (2011B): Erstes Buch - Aktiengesellschaft (§§ 1 - 277), Fünftes Teil - Rechnungslegung. Gewinnverwendung (§§ 150 - 178), Erster Abschnitt - Jahresabschluss und Lagebericht. Entsprechenserklärung (§§ 150 - 161), § 161 Erklärung zum Corporate Governance Kodex, <http://dejure.org/gesetze/AktG/161.html>, Abrufdatum: 16.08.2011.

Allgemeine Erklärung der Menschenrechte (1948): Resolution 217 A (III) der Generalversammlung vom 10. Dezember 1948.

Amann, Melanie / Dohmen, Frank (2013): Frankfurter Klügel Justizministerin Leutheusser-Schnarrenberger sucht einen Chef für die Kommission zur guten Unternehmensführung. Bislang gibt es nur Absagen, in: *Der Spiegel*, Heft 21/2013, S. 40-41.

American Real Estate Society (ARES) (2011): Homepage, <http://www.aresnet.org/>, Abrufdatum 21.07.2011.

Balsmeier, Benjamin / Peters, Heiko (2007): Personelle Unternehmensverflechtung und Vorstandsgehälter, in: *IÖB-Diskussionspapier* Nr. 6/07, Dezember 2007.

Barstow, David (2012): Vast Mexico Bribery Case Hushed Up by Wal-Mart After Top-Level Struggle, *The New York Times*, 21.04.2012, [http://www.nytimes.com/2012/04/22/business/at-wal-mart-in-mexico-a-bribe-inquiry-silenced.html?\\_r=1&emc=eta1](http://www.nytimes.com/2012/04/22/business/at-wal-mart-in-mexico-a-bribe-inquiry-silenced.html?_r=1&emc=eta1), Abrufdatum: 21.08.2012.

Bartholomäi, Reinhart C. (2004): Die Entwicklung des Politikfelds Wohnen, in: Björn Egner / Nikolaos Georgakis / Hubert Heinelt / Reinhart C., *Wohnungspolitik in Deutschland – Positionen. Akteure. Instrumente.*, Schader-Stiftung, Darmstadt 2004, S. 15-34.

Bauer, Rob / Guenster, Nadja / Otten, Rogér (2004): Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance, in: *Journal of Asset Management*, Vol. 5, Issue 2, S. 91-104.

Bauer, Rob / Eichholtz, Piet / Kok, Nils (2010): Corporate Governance and Performance: The REIT Effect, in: *Real Estate Economics*, Vol. 38, Issue 1, S. 1-29.

Beecken, Grit (2012): Der deutsche Boom ist keine Blase - Der deutsche Immobilienmarkt boomt dank institutioneller Investoren. Doch wirklich teuer ist der deutsche Markt noch immer nicht. Allerdings kaufen die Investoren nicht mehr zu jedem Preis, *Financial Times Deutschland*, 21.05.2012, <http://www.ftd.de/finanzen/immobilien/:immobilienkauf-der-deutsche-boom-ist-keine-blase/70038943.html>, Abrufdatum: 27.07.2012.



- Benson, Henry (1976): The story of international accounting Standards, in: Accountancy, July 1976, Vol. 87, Issue 995, S. 34-39.
- Bentham, Jeremy (1907): An Introduction to the Principles of Morals and Legislation, Library of Economics and Liberty, <http://www.econlib.org/library/Bentham/bnthPML.html>, Abrufdatum: 30.04.2013.
- Berle, Adolf / Means, Gardiner (1932): The Modern Corporation and Private Property, Commerce Clearing House, New York.
- Beschlüsse Deutscher Juristentag (2012): Beschlüsse 69. Deutscher Juristentag, München 2012, [http://www.djt.de/fileadmin/downloads/69/120921\\_djt\\_69\\_beschluesse\\_web\\_rz.pdf](http://www.djt.de/fileadmin/downloads/69/120921_djt_69_beschluesse_web_rz.pdf), Abrufdatum: 05.12.2012, S. 1-30.
- Billing, Michael / Evans, Kristen (2005): A Sarbanes-Oxley road map: Improving real estate data, dialogue and decision making in support of good corporate governance, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 7, Issue 1, S. 23-33.
- Bloomberg, Michael R. / Schumer, Charles E. (2007): Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership, New York City Web site, 22.01.2007, [http://www.nyc.gov/portal/site/nycgov/menuitem.c0935b9a57bb4ef3daf2f1c701c789a0/index.jsp?pagelD=mayor\\_press\\_release&catID=1194&doc\\_name=http%3A%2F%2Fwww.nyc.gov%2Fhtml%2Fom%2Fhtml%2F2007a%2Fpr021-07.html&cc=unused1978&rc=1194&ndi=1](http://www.nyc.gov/portal/site/nycgov/menuitem.c0935b9a57bb4ef3daf2f1c701c789a0/index.jsp?pagelD=mayor_press_release&catID=1194&doc_name=http%3A%2F%2Fwww.nyc.gov%2Fhtml%2Fom%2Fhtml%2F2007a%2Fpr021-07.html&cc=unused1978&rc=1194&ndi=1), Abrufdatum: 13.08.2012.
- Bock, Christian (2004): Deutschland, USA, Japan - Corporate Governance für Kapitalgesellschaften im internationalen Vergleich, in: Karlsruher Transfer Nr. 30, S. 14-19.
- Bolzen, Stafanie (2012): EU will mehr Macht für Frauen - oder auch nicht - Die Entscheidung über mehr weibliche Aufsichtsräte ist vertagt. Das Gezerre um die Quote geht also unvermindert weiter, die Fronten sind verhärtet - Der Luxemburger Yves Mersch soll nicht ins Direktorium der Europäischen Zentralbank einziehen - weil er ein Mann ist EU-Ratspräsident Van Rompuy blieb die Zusage für mehr weibliche Führungskräfte schuldig, in: DIE WELT Nr. 249, 24.10.2012, S. 10.
- Bone-Winkel, S. / Schulte, K.-W. / Focke, C. (2008): Begriff und Besonderheiten der Immobilie als Wirtschaftsgut, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), Immobilienökonomie Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 4. Auflage, Oldenbourg, München, S. 3-25.
- Börsen-Zeitung (2011): AR-Bezüge 2010 kräftig gestiegen, DSW-Studie bezeichnet Ex-Bayer-Chef Manfred Schneider weiter als wichtigsten Aufsichtsrat im Dax, in: Börsen-Zeitung, 27.10.2011, S. 7.
- Börsen-Zeitung (2012A): Konzerne sehen sich vom Kodex unter Druck gesetzt - "Hohe Erwartungshaltung" - Vorgaben für Vielfalt und Frauen in Aufsichtsräten bereiten Probleme, in: Börsen-Zeitung Nr. 77, 20.04.2012, S. 9.
- Börsen-Zeitung (2012B): Lackmustest für flexible Frauenquote - Aktionärsschützer DSW: Von 30-Prozent-Ziel weit entfernt - Schneider wieder "mächtigster Aufsichtsrat", in: Börsen-Zeitung, 30.08.2012, S. 10.

Börsen-Zeitung (2012C): EU bringt Aktionäre auf Trab - Ruf nach mehr Kontrolle von Geschäften und Gehältern - Großanleger sollen Stimmverhalten offenlegen, in: Börsen-Zeitung, 13.12.2012, S. 13.

Börsen-Zeitung (2013A): Kodex zwingt Aufsichtsräte zum Schwur - Konzerne sollen mögliche Maximalgehälter transparent machen - Obergrenzen für alle Vergütungsteile, in: Börsen-Zeitung Nr. 25, 06.02.2013, S. 11.

Börsen-Zeitung (2013B): Schwarz-Gelb wird bei Managervergütung aktiv - Hauptversammlung soll künftig entscheiden, in: Börsen-Zeitung Nr. 50, 13.03.2013, S. 7.

Buchter, Heike (2009): Keine Rettung in Sicht - Die Krise der beiden Hypothekengiganten Fannie Mae und Freddie Mac könnte Banken rund um den Globus in den Abgrund ziehen. Die Aufseher sind hilflos. Um angeschlagene Wall-Street-Banken zu stabilisieren, hofft die Notenbank gar auf Hedge-Fonds und Private Equity, Zeit Online, 04.05.2009, <http://www.zeit.de/online/2008/29/fannie-mae-freddie-mac>, Abrufdatum (18.06.2012).

Buck, Trevor / Tull, Malcolm (2000): Anglo-American Contributions to Japanese and German Corporate Governance after World War Two, in: Business History, Vol. 42, No. 2, S. 119-140.

Bundesgesetzblatt (1998): Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 27. April 1998, in: Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 24 vom 30. April 1998, S. 786-794.

Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2012): <http://www.csr-in-deutschland.de/ueber-csr.html>, Abrufdatum: 11.06.2012.

Buschmann, Marco (2011): Fehlleistungen im Aufsichtsrat? – Politische Treibkräfte in der Diskussion um Corporate Governance, in: Audit Committee Quarterly, II/2011, S. 18-20.

Büschemann, Karl-Heinz (2009): Shareholder-Value-Lehre - Die blödeste Idee der Welt, in: Süddeutsche.de, 13.03.2009, <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/shareholder-value-lehre-die-blodeste-idee-der-welt-1.405826>, Abrufdatum: 23.07.2012.

Büschemann, Karl-Heinz (2012): „Wir brauchen Zeit“ - Wirtschaftsprofessorin Ann-Kristin Achleitner lobt die freiwilligen Regelungen zur guten Unternehmensführung und ist strikt gegen neue Gesetze, in: Süddeutsche Zeitung, 13.06.2012, S. 21.

Büschemann, Karl-Heinz / Weber, Stefan (2012): Chefs im Abklingbecken - Nach dem Vorstandsposten kam die Leere: Deutsche Unternehmenschefs sind frustriert, weil sie nicht mehr nahtlos in den Aufsichtsrat wechseln dürfen. Ein Gesetz erlaubt das erst nach zweijähriger Wartezeit. Und die Vorschrift lässt sich kaum umgehen, in: Süddeutsche.de 05.03.2012, <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/gesetz-gegen-nahtlosen-wechsel-in-aufsichtsrat-chefs-im-abklingbecken-1.1299284>, Abrufdatum: 26.06.2012.

Büschemann, Karl-Heinz (2013): Neue Heimat – Corporate Governance Kommission wird vom Deutschen Aktieninstitut übernommen, in: Süddeutsche Zeitung, 16.09.2013, S. 19.

Business Week Online (2009): Jack Welch Elaborates: Shareholder Value, in: BusinessWeek Online vom 17.03.2009, S. 20.

Casper, Matthias (2012): Corporate Governance and Corporate Compliance, in: Plessis, Jean J. du / Großfeld, Bernhard / Luttermann, Claus / Saenger, Ingo / Sandrock, Otto / Casper, Matthias (Hrsg.), German Corporate Governance in International and European Context, zweite Auflage Springer Verlag Berlin Heidelberg, 2012, S. 359-397.

Chau, K. W. / McKinnell, K. G. / Wong, S. K. / Wei, Q. / Newell, Graeme (2010): Impact of Corporate Governance Structures on the Relationship between direct and indirect Real Estate in China, in: Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 16, Issue 1, S. 9-19.

Cheffins, Brian R. (2001): History and the Global Corporate Governance Revolution: The UK Perspective, in: Business History, Vol.43, No.4, October 2001, S. 87-118.

Cheffins, Brian R. (2012): The History of Corporate Governance, in: Law Working Paper N. 184/2012, European Corporate Governance Institute, January 2012.

Chung, K. H. / Pruitt, S. W. (1996): Executive ownership, corporate value, and executive compensation: A unifying framework, in: Journal of Banking and Finance, Vol. 20, No. 7, 1996, S. 1135-1159.

Cicon, James E. / Ferris, Stephen P. / Kammel, Armin J. / Noronha, Gregory (2012): European Corporate Governance: a Thematic Analysis of National Codes of Governance, in: European Financial Management, Vol. 18, No. 4, S. 620–648.

Clayton, Jim / Gordon, Jacques / Fabozzi, Frank / Gilberto, S. Michael / Liang, Youguo / Hudson-Wilson, Susan (2007): Real Estate Comes of Age, in: Journal of Portfolio Management, Special Issue 2007, S. 15-26.

Clifford Change Partnerschaftsgesellschaft (2010): Checkliste Deutscher Corporate Governance Kodex, Juni 2010.

Cometis (2010): Kapitalmarktresearch – Die Erklärung zur Unternehmensführung, Compliance Panel, April 2010, Whitepaper für kapitalmarktrelevante Hintergründe, Thesen, Meinungen, Statistiken,  
[http://www.cometis.de/fileadmin/PDFs/publikationen/investor\\_relations\\_panel/2010/CompliancePanel\\_Runde17\\_April2010.pdf](http://www.cometis.de/fileadmin/PDFs/publikationen/investor_relations_panel/2010/CompliancePanel_Runde17_April2010.pdf), Abrufdatum: 07.08.2012.

Coombes, Paul / Wong, Simon Chiu-Yin (2004): Why Codes of Governance Work, McKinsey Quarterly Number 2, S. 48-53.

Corporate Governance Kodex der deutschen Immobilienwirtschaft (CGKI) (2010):  
[http://www.immo-initiative.de/wp-content/uploads/downloads/2011/kodex/cg\\_kodex\\_kapitalgesellschaften.pdf](http://www.immo-initiative.de/wp-content/uploads/downloads/2011/kodex/cg_kodex_kapitalgesellschaften.pdf), Abrufdatum: 13.02.2014.

Creutzburg, Dietrich (2011): Konzerne melden starken Anstieg der Frauenquote in Aufsichtsräten, in: Handelsblatt vom 13.10.2011, S. 14.

Cromme, Gerhard (2012): Gute Corporate Governance ist heute wichtiger denn je - Große Fortschritte bei der Professionalisierung des Aufsichtsrats und seiner Arbeit - Verantwortung und Nachhaltigkeit zur Zukunftssicherung, in: Börsen-Zeitung Nr. 49, 09.03.2012, S. B1.

- Dahya, Jay / McConnell, John J. / Travlos, Nickolaos G. (2002): The Cadbury Committee, corporate performance, and top management turnover, in: *Journal of Finance* Vol. 57, No. 1, S. 461-483.
- Dahya, Jay / McConnell (2007): Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Volume 42, No. 3, Sept. 2007, S. 535-564.
- Dedman, E. (2002): The Cadbury Committee Recommendations on Corporate Governance – a review of compliance and performance impacts, in: *International Journal of Management Reviews*, Vol. 4, 335–352.
- Dent, George W. Jr. (1981): The Revolution in Corporate Governance, the Monitoring Board, and the Director's Duty of Care, 61 *B.U. L. Rev.* 623 (1981).
- Der Spiegel (2000): Holzmann-Skandal: Frisiertes Protokoll, in: *Im Land der Lügen – CDU: Das schwarze Loch – WestLB/SPD: Die rote Kasse*, in: *Der Spiegel*, Heft 7/2000, S. 83.
- Der Spiegel (2012): Schuldenkrise - Anleger setzen verstärkt auf Aktien, *Spiegel Online*, 07.08.2012, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/zahl-der-aktionaere-in-der-schuldenkrise-deutlich-gestiegen-a-848678.html>, Abrufdatum 09.08.2012.
- Deutsche Telekom (2010): Deutsche Telekom führt als erstes Dax-30-Unternehmen Frauenquote für die Führung ein, <http://www.telekom.com/medien/konzern/5172>, Abrufdatum: 13.01.2013.
- Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (2011): Vorstandsvergütungsstudie 2011, <http://www.dsw-info.de/Vorstandsverguetungsstudie-201.1796.0.html>, Abrufdatum: 26.06.2013.
- Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK) (2007): Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 14. Juni 2007, [http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/D\\_Kodex\\_2007\\_final.pdf](http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/D_Kodex_2007_final.pdf), Abrufdatum: 24.06.2012.
- Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK) (2010): Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 26. Mai 2010, [http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex\\_2010/D\\_CorGov\\_Endfassung\\_Mai\\_2010.pdf](http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex_2010/D_CorGov_Endfassung_Mai_2010.pdf), Abrufdatum: 09.11.2011.
- Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK) (2012): Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 15. Mai 2012, [http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex\\_2012/D\\_CorGov\\_Endfassung\\_Mai\\_2012.pdf](http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex_2012/D_CorGov_Endfassung_Mai_2012.pdf), Abrufdatum 18.10.2012.
- Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK) (2013): Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 13. Mai 2013, [http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex\\_2013/D\\_CorGov\\_Endfassung\\_Mai\\_2013.pdf](http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex_2013/D_CorGov_Endfassung_Mai_2013.pdf), Abrufdatum: 26.06.2013.

- De Parle, Jason (2012): Harder for Americans to rise from lower rungs, in: New York Times, 01.01.2012, [http://www.nytimes.com/2012/01/05/us/harder-for-americans-to-rise-from-lower-rungs.html?\\_r=3&](http://www.nytimes.com/2012/01/05/us/harder-for-americans-to-rise-from-lower-rungs.html?_r=3&), Abrufdatum: 10.07.2013.
- Dhar, Ravi / Goetzmann, William (2006): Institutional Perspectives on Real Estate Investing, in: *Journal of Portfolio Management*, Vol. 32, Issue 4, S. 106-116.
- Dildei, Nicole (2006): Leitsätze zur Immobilienbewertung als Teil der immobilienpezifischen Ergänzung des Corporate-Governance-Kodexes, in: *Zeitschrift für Immobilienökonomie*, 1/2006, S. 26-46.
- Dore, Ronald (2000): *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism - Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Oxford University Press, Oxford 2000.
- Döring, Claus (2013): Die Last mit dem Kodex, in: *Börsen-Zeitung*, 13.06.2013, S. 8.
- Dörner, Dietrich / Orth, Christian (2005): Bedeutung der Corporate Governance für Unternehmen und Kapitalmärkte, in: Pfitzer, Norbert / Oser, Peter / Orth, Christian (Hrsg.), *Deutscher Corporate Governance Kodex – Ein Handbuch für Entscheidungsträger*, 2. Auflage, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.
- Drobetz, Wolfgang / Schillhofer, Andreas / Zimmermann, Heinz (2004): Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany, *European Financial Management*, Volume 10, Issue 2, S. 267-293.
- Dubben, Hans-Herman / Beck-Bornhold, Hans-Peter (2006): Die Bedeutung der statistischen Signifikanz, in: Diekmann, Andreas (Hrsg.), *Methoden der Sozialforschung*, Sonderheft 44 der Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, VS-Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden.
- Eichholtz, Piet / Kok, Nils / Yonder, Erkan (2010): *Real Estate, governance, and the global economic crisis*, Forthcoming University of Pennsylvania Press.
- Elektronischer Bundesanzeiger (2012): Homepage, [https://www.ebundesanzeiger.de/ebanzwww/wexsservlet?session.sessionid=df9906968e3ea4bc7db04d07328b9057&page.navid=detailsearchlisttodetailsearchdetail&fts\\_search\\_list.selected=7d8733d66f45401d&fts\\_search\\_list.destHistoryId=38101](https://www.ebundesanzeiger.de/ebanzwww/wexsservlet?session.sessionid=df9906968e3ea4bc7db04d07328b9057&page.navid=detailsearchlisttodetailsearchdetail&fts_search_list.selected=7d8733d66f45401d&fts_search_list.destHistoryId=38101), Abrufdatum: 07.03.2012.
- Ellwanger & Geiger Privatbankiers (2011A): Pressemitteilung, [http://www.privatbank.de/downloads/pressemeldungen\\_zum\\_dimax/PM\\_DIMAX\\_Januar08.pdf](http://www.privatbank.de/downloads/pressemeldungen_zum_dimax/PM_DIMAX_Januar08.pdf), Abrufdatum: 08.02.2011
- Ellwanger & Geiger Privatbankiers (2011B): Homepage Ellwanger & Geiger Privatbankiers, [http://www.privatbank.de/de/eundg\\_dimax.html](http://www.privatbank.de/de/eundg_dimax.html), Abrufdatum: 09.02.2011.
- Ellwanger & Geiger Privatbankiers (2013A): Homepage Ellwanger & Geiger Privatbankiers, [http://www.privatbank.de/de/eundg\\_dimax.html](http://www.privatbank.de/de/eundg_dimax.html), Abrufdatum: 30.08.2013.
- Ellwanger & Geiger Privatbankiers (2013B): E&G-DIMAX 26.08.2013, <http://www.privatbank.de/downloads/dimax-titelliste/Dimax-Titelliste%2026.08.2013.pdf>, Abrufdatum: 30.08.2013.

- Emmerich, Martin / Frank, Florian (2013): Mögliche Bonusobergrenzen zwingen Banken zum Handeln, in: Börsen-Zeitung Nr. 34, 19.02.2013, S. 4.
- Europäische Kommission (2010): Grünbuch - Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, 02.06.2010.
- Europäische Kommission (2011A): Grünbuch - Europäischer Corporate Governance-Rahmen, 05.04.2011.
- Europäische Kommission (2011B): Homepage, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/11/404&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=de>, Abrufdatum: 26.07.2011.
- European Real Estate Society (ERES) (2011): <http://www.eres.org/>, Abrufdatum: 25.07.2011.
- European Public Real Estate Association (EPRA) (2011A): Homepage, [http://www.epra.com/body.jsp#SlideFrame\\_1](http://www.epra.com/body.jsp#SlideFrame_1), Abrufdatum: 09.06.2011.
- European Public Real Estate Association (EPRA) (2011B): Best Practices Recommendations August 2011, [http://www.epra.com/media/EPRA\\_BPR\\_2011.pdf](http://www.epra.com/media/EPRA_BPR_2011.pdf), Abrufdatum: 19.03.2012.
- Fear, Jeffrey / Kobrak Christopher (2006): Diverging Paths: Accounting for Corporate Governance in America and Germany, in: The Business History Review, Vol. 80, No. 1, Spring 2006, S. 1-48.
- Felber, Christian (2010): Vorwort, in: Gemeinwohl-Ökonomie – Das Wirtschaftsmodell der Zukunft, Deuticke im Paul Zsolnay Verlag, Wien 2010, S. 7-9.
- Festinger, Leon (2012): Theorie der kognitiven Dissonanz, 2. Auflage, Huber Verlag, Bern.
- FidAR (2012): FidAR zieht Bilanz, <http://www.fidar.de/wob-index.html>, Abrufdatum: 13.02.2013.
- Financial Reporting Council (2010): The UK approach to Corporate Governance, Oktober 2010, <http://www.frc.org.uk/getattachment/1db9539d-9176-4546-91ee-828b7fd087a8/The-UK-Approach-to-Corporate-Governance.aspx>, Abrufdatum: 13.07.2012.
- Financial Times Deutschland (2010): Interview mit Wirtschaftsminister Rainer Brüderle – „Wir haben Nachholbedarf“, in: Financial Times Deutschland, 02.09.2010, S. 2.
- Flämig, Michael (2012): Briefwahl setzt sich bei Aktiengesellschaften durch - Elektronische Abstimmung läuft Stimmrechtsvertreter den Rang ab - Im Dax fehlen nur noch drei Werte, in: Börsen-Zeitung, 30.08.2012, S. 10.
- Flämig, Michael (2013): Aktive Aktionäre stoßen an ihre Grenzen, in: Börsen-Zeitung Nr. 34, 19.02.2013, S. 8.
- Fleischer, Holger (2009): Shareholder vs. Stakeholder, in: Hommelhoff, Peter / Hopt, Klaus J. / Werder, Axel von / Feddersen, Dieter / Pohle, Klaus (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance - Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis, 2. Auflage, Dr. Otto Schmidt und Schäffer-Poeschel Verlag, Köln-Stuttgart, S. 185-218.
- Fockenbrock, Dieter (2011A): Corporate Governance - Das Primat der Politik, in: Handelsblatt, 30.06.2011, S. 8.

Fockenbrock, Dieter (2011B): Henning Schulte-Noelle vermisst ethischen Kompass der Manager - Der Allianz-Aufsichtsratschef fordert mehr Moral in den Führungsetagen, in: Handelsblatt, 21.11.2011, S. 29.

Fockenbrock, Dieter (2012A): Pensionen der Dax-Chefs steigen auf Rekordhoch - Die Umstellung der Managergehälter - weniger Bonus, mehr Festgehalt - hat überraschende Folgen für die Pensionsrückstellungen der Konzerne. Die Vorstandschefs haben schon heute im Schnitt Ruhestandsansprüche von acht Millionen Euro erworben, in: Handelsblatt, 12.01.2012, S. 1.

Fockenbrock, Dieter (2012B): Allianz gegen neue Kodex-Regeln - Die Vorschläge zur Unabhängigkeit von Aufsichtsräten stoßen auf massiven Widerstand, in: Handelsblatt, 19.03.2012, S. 22.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2011A): Immobilienaktien bleiben im Aufschwung zurück, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 95, 23.04.2011, S. 21.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2011B): Kodex nur unter Druck befolgt, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 159, 12.07.2011, S. 19.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2012A): Es ist schlicht egal - Die Berufung ehemaliger Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat hat keine ökonomischen Auswirkungen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 09.01.2012, S. 12.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2012B): Weiterentwickeln statt abschaffen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 15.02.2012, S. 19.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2012C): Aufsichtsratschefs bekommen mehr - und doch zu wenig - Bezüge steigen im Schnitt um 9 Prozent auf 314000 Euro / Volkswagen zahlt am meisten, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 25.04.2012, S. 15.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2012D): Gehälter jenseits von Eden - In Großbritannien folgt Rücktritt auf Rücktritt. Auch in Deutschland, Amerika und der Schweiz hagelt es Kritik an zu hohen Vorstandsgehältern, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 108, 09.05.2012, S. 15.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2012E): Gute Aufsichtsräte müssen nicht unabhängig sein, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 112, 14.05.2012, S. 14.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2012F): EU plant Frauenquote für Aufsichtsräte von 2020 an - Mindestens 40 Prozent / Ausnahmen für kleine und mittelgroße Unternehmen - Die Vorgabe erfüllt derzeit nur die Deutsche Bank, wo 40 Prozent der Aufsichtsräte Frauen sind, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 205, 03.09.2012, S. 9.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2012G): Einige "Totalverweigerer" widersetzen sich dem Kodex - Regelwerk zur Unternehmensführung pauschal abgelehnt, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 258, 05.11.2012, S. 15.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2013): Konzerne sollen Managergehälter deckeln - Kodex-Kommission fordert feste Grenzen und einen "Belegschaftsfaktor", in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 31, 06.02.2013, S. 9.

Franks / Mayer / Wagner (2005): The Origins of the German Corporation – Finance, Ownership and Control, in: ECGI, Finance Working Paper No. 110/2005.

- Friedman, Milton (1970): The social responsibility of business is to increase its profits, in: New York Times Magazine, September 13, S. 32-33, S. 122-124.
- Fritz, Daniel F. (2012): Philipp Holzmann AG – Eine historische Konzerninsolvenz, in: standpunkt Nr. 4, [http://www.hermann-law.de/webContent/uploads/media/standpunkt\\_Ausgabe\\_Nr\\_4.pdf](http://www.hermann-law.de/webContent/uploads/media/standpunkt_Ausgabe_Nr_4.pdf), Abrufdatum: 18.06.2012.
- Fröhlich, Diana (2011): Die neuen Chefinnen, Deutschlands Vorstandsetagen sind so weiblich wie nie. Wer heute Karrierefrauen trifft, lernt selbstbewusste Managerinnen kennen, die klare Ansprüche stellen. Ein Ortstermin, in: Handelsblatt, 14.10.2011, S. 64.
- Frydman, Carola / Saks, Raven E. (2007): Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936-2005, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C., Working Paper Nr. 35, M.I.T. Sloan School of Management.
- Funke, Jürgen (2011): Effizienzprüfung im Aufsichtsrat, in: KPMG, Audit Committee Quarterly, II/2011, S. 16-17.
- Gabler Wirtschaftslexikon (2000): 15., vollständig überarbeitete und aktualisierte Auflage, Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, Wiesbaden, 2000.
- Gabler Wirtschaftslexikon (2012A): Definition Corporate Governance, <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/corporate-governance.html?tab=kurzerklaerung>, Abrufdatum: 13.04.2012.
- Gabler Wirtschaftslexikon (2012B): Definition Shareholder Value, <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/shareholder-value.html>, Abrufdatum: 13.04.2012.
- Gabler Wirtschaftslexikon (2012C): Definition Pareto Optimum, <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/4636/pareto-optimum-v6.html>, Abrufdatum: 01.05.2012.
- George, Susan (2006): Responses to the Table of Free voices event, Transnational Institute, [http://www.tni.org/archives/archives\\_george\\_droppingknowledge](http://www.tni.org/archives/archives_george_droppingknowledge), Abrufdatum: 16.08.2012.
- Ghosh, Chinmoy / Giambona, Erasmo / Harding, John P. / Sezer, Özcan / Sirmans, C.F. (2010): The Role of Managerial Stock Option Programs in Governance: Evidence from REIT Stock Repurchases, in: Real Estate Economics, Vol. 38, Issue 1, S. 31-55.
- Giambona, Erasmo (2008): Corporate Governance of European listed property firms 2008, [http://www.epra.com/media/EPRA\\_Corp\\_Governance\\_report\\_Web.pdf](http://www.epra.com/media/EPRA_Corp_Governance_report_Web.pdf), Abrufdatum: 05.04.2011.
- Gompers, Paul A. / Ishii, Joy L. / Metrick, Andrew (2003): Corporate Governance and Equity Prices, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, No. 1, S. 107-155.
- Grabitz, Ileana (2012): Frauenförderung sollte Chefsache sein - Studie: Nur wenn Mentalitätswandel von Führungskräften forciert wird, ist er erfolgreich - Drei von vier Führungskräften meinen, Männer und Frauen würden im Job gleich behandelt. Frauen sehen das meist anders, in: Die Welt Nr. 136, 13.06.2012, S. 10.



Grass, Doris (2011): Vorstände wechseln seltener in den Aufsichtsrat, Studie: nur 5,5 Prozent Ex-Vorstände in DAX-Aufsichtsräten, in: Financial Times Deutschland, 10.11.2012, S. 6.

Grass, Doris (2012A): Investoren fordern simplere Vorstandsgehälter - Einflussreicher Pensionsfonds Hermes kritisiert kompliziertes deutsches Vergütungssystem - DAX-Chefs sahen 2011 kräftig ab, in: Financial Times Deutschland, 14.03.2012, S. 2.

Grass, Doris (2012B): Bayer macht Kontrolleure zu Aktionären - Konzern experimentiert als Erster mit Vergütungsmodell, in: Financial Times Deutschland, 25.04.2012, S. 3.

Grechenig, Kristoffel / Arlt, Marie Agnes / Kalss, Susanne / Bervoets, Cécile (2002): Die europäische Corporate-Governance-Bewegung (Frankreich, Niederland, Spanien, Italien), in: Der Gesellschaft - Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht (GesRZ), Sonderheft 2002, S. 64-80.

Greenbury Report (1995): Directors' Remuneration, Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury, 17.07.1995.

Gregory, Holly J. (2008): International Comparison of Selected Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice, New York, Weil, Gotshal and Manges LLP.

Grell, Christian. A. (2008): Steht der Deutsche Corporate Governance Kodex im Einklang mit den philosophischen Ansätzen der Ethik?, Hammonia-Verlag GmbH, Hamburg 2008.

Hamburgisches Architekturarchiv der Hamburgischen Architektenkammer (2011): Neue Heimat, in: Hamburgisches Architekturarchiv, <http://www.architekturarchiv-web.de/nhkap5.htm>, Abrufdatum: 15.06.2011.

Hampel Report (1998): Committee on Corporate Governance, Final Report, January 1998.

Handelsblatt (2008): Übersicht: Anteil der Ausländer am Grundkapital der Dax-Unternehmen, Handelsblatt 28.12.2008, <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/boerse-inside/tabelle-uebersicht-anteil-der-auslaender-am-grundkapital-der-dax-unternehmen/3079118.html>, Abrufdatum: 04.02.2013.

Handelsblatt (2011): Aktionärsschützer kritisieren Ackermanns Wechsel. Der Chef der Deutschen Bank sollte zunächst als einfaches Mitglied in den Aufsichtsrat wechseln und erst später den Vorsitz übernehmen, in: Handelsblatt 27.10.2012, S. 22.

Hans-Böckler-Stiftung (2006): Vorstandsvergütung - Informationen zur Bemessung der Vorstandsvergütungen durch den Aufsichtsrat, Arbeitshilfe für Aufsichtsräte 14, Düsseldorf.

Hardebusch, Christof (2008): Wohl verstandenes Unternehmertum, in: immobilienmanager, Ausgabe 10 – 2008, S. 22-24.

Hawranek, Dietmar (2013): Gehälter, in: der Spiegel, 8/2013, S. 78.

Heismann, Günter / Schwerdtfeger, Heike / Reimer, Hauke / Riedl, Anton / Schürmann, Christof (2012): Im Fokus der Aktionärsflüsterer - Fehlinvestitionen, abrupte Strategiewechsel und brisante Personalien: Die Hauptversammlungssaison wird spannend wie nie. Heimliche Macht auf den Aktionärstreffen sind die Berater der US-Agentur ISS, die milliardenschwere Fonds vertre-

ten. Wie Großanleger Druck machen, bei welchen Dax-Unternehmen es Krach geben wird, in: Wirtschaftswoche, 23.01.2012, S. 84.

Hennen, Oliver (2007): Corporate Governance und internationaler Vergleich, Studienarbeit, GRIN Verlag GmbH, München.

Henry, David (2007): Not Everyone Hates SarbOx, Bloomberg Businessweek, <http://www.businessweek.com/stories/2007-01-28/not-everyone-hates-sarbox>, 28.01.2007, Abrufdatum: 13.08.2012.

Hilt, Eric (2008): When did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century, in: The Journal of Economic History, Volume 68, Number 3, September 2008, S. 645-685.

Höffe, Otfried / Forschner, Maximilian / Horn, Christoph / Vossenkuhl, Wilhelm (2008): Lexikon der Ethik, 7. Auflage, C.H. Beck, Nördlingen 2008.

Hölz, Christiane (2011): Vorstandsvergütung nach VorstAG - eine neue Ära?, in: Board - Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland, 2/2011, S. 78-81.

Homann, Karl / Blome-Drees, Franz (1992): Wirtschafts- und Unternehmensethik, Vandenhoeck & Ruprecht, Göttingen.

Homann, Karl / Lütge, Christoph (2005): Einführung in die Wirtschaftsethik, 2. Korrigierte Auflage, LIT VERLAG Münster, 2005.

Hommelhoff, Peter (2001): Die OECD-Principles on Corporate Governance - ihre Chancen und Risiken aus dem Blickwinkel der deutschen corporate governance-Bewegung, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Band 30, Heft 2, S. 238-267.

Hommelhoff, Peter / Schwab, Martin (2009): Regelungsquellen und Regelungsebenen der Corporate Governance: Gesetz, Satzung, Codices, unternehmensinterne Grundsätze, in: Hommelhoff, Peter / Hopt, Klaus J. / Werder, Axel von / Feddersen, Dieter / Pohle, Klaus (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance - Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis, 2. Auflage, Dr. Otto Schmidt und Schäffer-Poeschel Verlag, Köln-Stuttgart, S. 71-122.

Höpner, Axel (2012): Ein Zeugnis für Aufsichtsräte - Die Risiken für Kontrolleure steigen. Daher starten die Commerzbank, Deloitte und drei weitere Partner in Kürze eine "Board Academy", in: Handelsblatt, 12.01.2012, S. 26.

Hopt, Klaus J. (2009): Die internationalen und europarechtlichen Rahmenbedingungen der Corporate Governance, in: Hommelhoff, Peter / Hopt, Klaus J. / Werder, Axel von / Feddersen, Dieter / Pohle, Klaus (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance - Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis, 2. Auflage, Dr. Otto Schmidt und Schäffer-Poeschel Verlag, Köln-Stuttgart, S. 39-70.

Hughes, James J. (1996): The Greenbury Report on directors' remuneration, in: International Journal of Manpower, 1996, Volume 17, issue 1, S. 4-9.

Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft (2011): Homepage, <http://www.immo-initiative.de/>, Abrufdatum: 02.02.2011.

Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft (2012): Pressemitteilung vom 30.01.2012, Initiative Corporate Governance und RICS stellen Zertifizierungssysteme vor, [http://relaunch.immo-initiative.de/wp-content/uploads/downloads/2012/01/PM\\_Road\\_Show\\_1-2012.pdf](http://relaunch.immo-initiative.de/wp-content/uploads/downloads/2012/01/PM_Road_Show_1-2012.pdf), Abrufdatum: 14.03.2012.

Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft (2013): Kodex-Änderungen 2012 - Änderungsvorschläge für 2013 bekanntgegeben, in: Corporate Governance Newsletter 1/2013.

Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft (2014A): Homepage, <http://www.immo-initiative.de/initiative/der-verein/>, Abrufdatum 13.02.2014.

Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft (2014B): Homepage, <http://www.immo-initiative.de/>, Abrufdatum 13.02.2014.

Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft (2014C): Homepage, <http://www.immo-initiative.de/spezifische-kodices/>, Abrufdatum 13.02.2014.

Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft (2014D): Grundsätze ordnungsmäßiger und lauterer Geschäftsführung der Immobilienwirtschaft, <http://www.immo-initiative.de/grundsätze/>, Abrufdatum: 01.09.2011.

International Real Estate Society (IRES) (2011): Homepage, <http://www.iresnet.net/>, Abrufdatum: 26.07.2011.

Investors in Non-listed Real Estate Vehicles (INREV) (2008): INREV Guidelines, December 2008, [http://inrev.org/index.php?option=com\\_content&task=view&id=56&Itemid=51](http://inrev.org/index.php?option=com_content&task=view&id=56&Itemid=51), Abrufdatum: 21.03.2012.

Investors in Non-listed Real Estate Vehicles (INREV) (2011): Homepage, [http://inrev.org/index.php?option=com\\_content&task=view&id=5&Itemid=96](http://inrev.org/index.php?option=com_content&task=view&id=5&Itemid=96), Abrufdatum: 08.06.2011.

IPD (2012): DIX Deutscher Immobilien Index und IPD Total Return, <http://www.ipd.com/Produkte/DirektImmobilienanlage/DIXPerformanceIndex/tabid/1085/Default.aspx>, Abrufdatum: 25.06.2012.

IVG Research (2012): Zur Situation von Frauen in der deutschen Immobilienwirtschaft – ein Stimmungsbild, in: IVG Research LAB 8/2012.

Jacobsson, Bengt (2000): Standardization and Expert Knowledge, in Brunsson, Nils / Jacobsen, Bengt and associates (Hrsg.), *A World of Standards*, Oxford University Press, S. 40-49.

Jahn, Joachim (2011): Der Bundestag muss Klagen wegen angeblich falscher Angaben zum Kodex ausschließen, in: Frankfurter Allgemeinen Zeitung Nr. 158, 11.07.2011, S. 9.

Jensen, Michael C. / Murphy, Kevin J. / Wruck, Eric G. (2004): Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them, in: ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper Nr. 44 / 2004, July 2004.

Johnson, Marilyn F. / Nelson, Karen K. / Shackell, Margaret B. (2001): An Empirical Analysis of the SEC's 1992 Proxy Reforms on Executive Compensation, GSB Research Paper Nr. 1679.

- Jost, Peter-J. (2001): Die Prinzipal-Agenten-Theorie im Unternehmenskontext, in: Jost, Peter-J. (Hrsg.), Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre, Schäffer-Poeschel, Stuttgart 2001, S. 11-43.
- Jung, Alexander / Seith, Anne (2012): Gutes tun, gut verdienen, in: Der Spiegel, Heft 26/2012, S. 76-77.
- Just, Tobias / Sebastian, Steffen (2013): Volkswirtschaftliche Bedeutung von indirekten Immobilienanlagen, in: Gutachten im Auftrag des Auftraggeberkonsortiums - BIIS Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen e.V. - BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. - VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. - ZIA Zentraler Immobilien Ausschuss e.V., 28. Februar 2013.
- Kämpf-Dern, Annette / Pfnür, Andreas (2009): Grundkonzept des Immobilienmanagements. Ein Vorschlag zur Strukturierung immobilienwirtschaftlicher Managementaufgaben. In: Andreas Pfnür (Hrsg.), Arbeitspapiere zur immobilienwirtschaftlichen Forschung und Praxis, Band Nr. 14.
- Kerwer, Dieter (2005): Rules that Many Use: Standards and Global Regulation, in: Governance - An International Journal of Policy Administration, and Institutions, Vol. 18, No. 4, S. 611-632.
- Kintzinger, Axel (1995): SHELL-BOYKOTT - Wer ist der nächste?, in: FOCUS Magazin, Nr. 26, 1995, [http://www.focus.de/politik/deutschland/shell-boykott-wer-ist-der-naechste\\_aid\\_153027.html](http://www.focus.de/politik/deutschland/shell-boykott-wer-ist-der-naechste_aid_153027.html), Abrufdatum 10.12.2012.
- Kirkpatrick, Grant (2009): The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis, in: Financial Market Trends, OECD 2009, Pre-publication version for Vol. 2009/1.
- KPMG (2006): Property and Infrastructure, Real Estate Investment Trusts, China and Hong Kong SAR, 2006, S. 1-12.
- KPMG (2011): Sarbanes-Oxley Act (SOX), <http://www.kpmg.de/Themen/1439.htm>, Abrufdatum: 05.07.2011.
- Koch, Rosemarie / Stadtmann, Georg (2011): Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik (Lucius & Lucius, Stuttgart), Jg. 60, Heft 2, S. 212-239.
- Koch, Rosemarie / Raible, Karl-Friedrich / Stadtmann, Georg (2012): Vorstandsvergütung in Deutschland - Hält der Höhenflug an oder ist eine Trendwende in Sicht?, in: zfo 02/2012 (81. Jhg.), S. 110-117.
- Kohl, Nicolas / Schäfers, Wolfgang / Schulte, Karl-Werner (2008): Corporate Governance bei Real Estate Investment Trusts, in: Bone-Winkel / Wolfgang Schäfers / Karl-Werner Schulte (Hrsg.), Handbuch Real Estate Investment Trusts, Immobilienfachwissen, Müller, Köln 2008, S. 233-249.
- Kohl, Nicolas (2009): Corporate Governance and Market Valuation of Publicly Traded Real Estate Companies – A Theoretical and Empirical Analysis, in: Karl-Werner Schulte / Stephan Bone-Winkel (Hrsg.), Schriften zur Immobilienökonomie, Band 50.

- Kohl, Nicolas / Schäfers, Wolfgang / Schulte, Karl-Werner (2010): Corporate Governance in Real Estate Industry, in: Graeme Newell / Karen Sieracki (Hrsg.), *Global Trends in Real Estate Finance*, Blackwell Publishing Ltd, S. 239-261.
- Kolb, Christian (2007): Corporate Governance bei deutschen Immobilienkapitalgesellschaften, in: Karl-Werner Schulte / Stephan Bone-Winkel (Hrsg.), *Schriften zur Immobilienökonomie*, Band 41.
- Kommission der Europäischen Gemeinschaften (2001): Europäische Rahmenbedingungen für die soziale Verantwortung der Unternehmen, Grünbuch, 18.07.2001.
- Kräkel, Matthias (2004): Prinzipal-Agenten-Ansatz, in: Schreyögg, Georg / Werder, Axel v. (Hrsg.), *Handwörterbuch Unternehmensführung und Organisation*, 4. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart 2004, S. 1174-1181.
- Kramper, Peter (2008): Neue Heimat: Unternehmenspolitik und Unternehmensentwicklung im gewerkschaftlichen Wohnungs- und Städtebau 1950-1982, *Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte*, Band 200, Beihefte Geschichte, Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2008.
- Krix, Pia (2010): Interview mit BMW-Personalchef Krüger, in: *Automobilwoche online*, <http://www.automobilwoche.de/apps/pbcs.dll/article?AID=/20100515/HEFTARCHIV/100519976/1060>, 15.05.2010, Abrufdatum: 13.02.2013.
- Kroder, Titus (2012): Aktionärsfrühling fordert nächstes Opfer - Chef des britischen Versicherers Aviva muss nach Zwist um Gehalt gehen // Anteilseigner pochen auf ihre Rechte, in: *Financial Times Deutschland*, 09.05.2012, S. 15.
- Kunz, Andreas (2003): *Die Akte Neue Heimat : Krise und Abwicklung des größten Wohnungsbaukonzerns Europas 1982 - 1998*, Campus Verlag, Frankfurt / Main 2002.
- Lang, William / Jagtiani, Julapa (2010): The Mortgage and Financial Crises: The Role of Credit Risk Management and Corporate Governance, in: *Atlantic Economic Journal*, September 2010, Vol. 38, Issue 3, S. 123-144.
- La Porta, Rafael / Lopez-De-Silanes, Florencio / Shleifer, Andrei (1999): Corporate Ownership Around the World, in: *The Journal of Finance*, Volume 54, No. 2, April 1999, S. 471-517.
- La Porta, Rafael / Lopez-De-Silanes, Florencio / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert (2000): Investor protection and corporate governance, in: *Journal of Financial Economics*, Volume 58, 2000, S. 3-27.
- Larmou, Sofia / Vafeas, Nikos (2010): The relation between board size and firm performance in firms with a history of poor operating performance, in: *Journal of Management and Governance*, Vol. 14, S. 61-85.
- Lemmer, Ruth (2012): Nachhilfe für Aufseher - Das Hauptargument für die Nominierung eines Aufsichtsrats lautet noch immer: "Ex-Vorstand". Dabei ist spezielle Weiterbildung für die neue Position geboten, in: *Handelsblatt*, 27.04.2012, S. 70.
- Lin-Hi, Nick (2008): *Corporate Social Responsibility: An Investment in Social Cooperation for Mutual Advantage*, Discussion Paper No. 2008-6, Wittenberg Center for Global Ethics.

- Link, Robert / Gundel, Astrid / Kovacevic Ivona (2011): Europa: Neue Corporate Governance, in: KPMG, Audit Committee Quarterly, II/2011, S. 4-9.
- Lutter, Marcus (2009): Deutscher Corporate Governance Kodex, in: Hommelhoff, Peter / Hopt, Klaus J. / Werder, Axel von / Feddersen, Dieter / Pohle, Klaus (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance - Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis, 2. Auflage, Dr. Otto Schmidt und Schäffer-Poeschel Verlag, Köln-Stuttgart, S. 123-135.
- Lutter, Marcus (2011): Ein Grünbuch der Kommission zur Corporate Governance, in: KPMG, Audit Committee Quarterly, II/2011, S. 10-13.
- Lutter, Marcus (2012): Der Kodex bedarf keiner demokratischen Legitimation, in: Börsen-Zeitung Nr. 49, 09.03.2012, S. 8.
- Lütz, Susanne (2006): Einleitung: Governance in der politischen Ökonomie, in: Benz, Arthur / Lütz, Susanne / Schimank, Uwe / Simonis, Georg (Hrsg.), Governance in der politischen Ökonomie - Struktur und Wandel des modernen Kapitalismus, VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden 2006, S. 13-55.
- MacDermott, Matthew (1998): U.K. report favors self-governance, in: Business Insurance, 02/09/98, Volume 32, Issue 6, S. 17-18.
- Macharzina, Klaus / Wolf, Joachim (2010): Unternehmensführung - das internationale Managementwissen - Konzepte - Methoden - Praxis, 7. Auflage, Gabler, Wiesbaden 2010.
- MacNeil, Iain / Li, Xiao (2006): "Comply or Explain": market discipline and non-compliance with the Combined Code, in: Corporate Governance, Vol. 14, Nr. 5, S. 486-496.
- Magnan, Michel / Markarian, Garen (2011): Accounting, Governance and the Crisis: Is Risk the Missing Link?, in: European Accounting Review, Vol. 20, No. 2, S. 215-231.
- Maisch, Michael (2012): Britische Regierung will die Regeln zu Vorstandsgehältern verschärfen - Aktionäre sollen bindendes Vetorecht für Entlohnungspakete bekommen, in: Handelsblatt, 09.01.2012, S. 15.
- manager magazin online (2005): Schröder verteidigt sich „Pipeline-Projekt ist Ehrensache“, <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/a-390034.html>, Abrufdatum: 02.07.2013.
- Marnet, Oliver (2007): History repeats itself: The failure of rational choice models in corporate governance, in: Critical Perspectives on Accounting 18, Elsevier, S. 191-210.
- Maug, Ernst / Albrecht, Bernd (2011): Struktur und Höhe der Vorstandsvergütung: Fakten und Mythen, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung Nr. 63, Dezember 2011, S. 858-881.
- McKinsey&Company (2002): Global investor opinion survey, London 2002.
- McKinsey&Company (2010): Women Matter 2010 - Women at the top of corporations: Making it happen, October 2010.

Meister, Till (2009): Die geeignete Benchmark für Performance Messungen: Indices deutscher und europäischer Immobilien AGs, Grin, Verlag für akademische Texte.

Miller, Scott E. (2011): Impact of the Sarbanes Oxley Act on Foreign Companies in the United States: An Analysis, in: International Journal of Management, Vol. 28, No. 1, Part 1, S. 71-76.

Mishkin, Frederic (2009): The Savings and Loan Crisis and Its Aftermath, Appendix 1 to Chapter 11, von: The Economics of Money, Banking, and Financial Markets 9<sup>th</sup> Edition, <http://wps.aw.com/wps/media/objects/7529/7710171/appendixes/ch11apx1.pdf>, Abrufdatum: 23.07.2012, S. 44-51.

Morck, Randall K. / Steier, Lloyd (2005): The Global History of Corporate Governance: An Introduction, in: History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers, A National Bureau of Economic Research Conference Report, Chicago and London, University of Chicago Press, S. 1-64.

Morck, Randall K. / Yeung Bernard (2009): Never waste a good crisis: an historical perspective on comparative Corporate Governance, NBER Working Paper No. 15042, June 2009.

Mülbart, Peter O. (2012): Rechtsfragen rund um den Deutschen Corporate Governance Kodex, Institut für deutsches und internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz, Arbeitspapiere 2012.

Müller, Roland (2007): Corporate Governance für Organisationen und Unternehmen im öffentlichen Sektor des Landes Liechtenstein - Bericht der Arbeitsgruppe Corporate Governance im Auftrag der Regierung des Fürstentums Liechtenstein, Vaduz den 13. August 2007.

Müller, Roland (2008): Entwicklung und Bedeutung der Corporate Governance, Stand 14.09.2008, <http://www.advocat.ch/files/01%20Entwicklung%20und%20Bedeutung%20der%20Corporate%20Governance.pdf>, Abrufdatum 13.09.2013.

Müller, Klaus Peter (2010): Bericht der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex an die Bundesregierung, Pressefassung, Rede vom 16.12. 2010, Klaus-Peter Müller, Vorsitzender der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex.

Münchau, Wolfgang (2010): The Meltdown Years – the Unfolding of The Global Economic Crisis, Carl Hanser Verlag, München.

Murphy, Kevin J. / Zábajník, Ján (2004): CEO Pay and Appointments: A Market-Based Explanation for Recent Trends, in: The American Economic Review, Vol. 94, No. 2, May 2004, S. 192-196.

National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) (2002): Schreiben an Mr. James L. Cochrane, Senior Vice President – Division of Strategy and Planning, New York Stock Exchange, Inc., vom 16.07.2002, Re: Recommendations of the New York Stock Exchange Corporate Accountability and Listing Standards Committee, 2002, [http://www.reit.com/PolicyPolitics/FinancialStandardsReporting/~/\\_media/Portals/0/Files/Nareit/htdocs/%20members/policy/government/NYSErc72.ashx](http://www.reit.com/PolicyPolitics/FinancialStandardsReporting/~/_media/Portals/0/Files/Nareit/htdocs/%20members/policy/government/NYSErc72.ashx), Abrufdatum: 20.03.2012.

- National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) (2011): Homepage, <http://www.reit.com/AboutNAREIT/AboutNAREIT.aspx>, Abrufdatum: 30.06.2011.
- Nippa, M. / Petzold, K. (2005): Impacts of justification behavior – The forgotten costs of corporate governance, in: Cool, K. / Henderson, J. / Abate, R. (Hrsg.): Restructuring strategy, Strategic Management Society Book Series. Oxford, UK, S. 251-268.
- Nippa, M. / Grigoleit J. (2006): Corporate Governance ohne Vertrauen? Ökonomische Konsequenzen der Agency-Theorie, Working Papers of the Faculty of Economics and Business Administration, Technische Universität Bergakademie Freiberg, 1/2006.
- o. A. (2009): Contract No. ETD/2008/IM/F2/126: Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, 23.09.2009.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2004A): OECD Principles of Corporate Governance, <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>, Abrufdatum 01.08.2011.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2004B): OECD-Grundsätze der Corporate Governance, Neufassung 2004.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2009): The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis, in: Financial Market Trends, Vol. 2009/1.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2010): Corporate Governance and the Financial Crisis – Conclusion and emerging good practices to enhance implementation of the Principles, Directorate for Financial and Enterprise Affairs OECD Steering Group on Corporate Governance, February 2010.
- Pandey, Satish C. / Verma, Pramod (2004): WorldCom Inc., in: Vikalpa: The Journal for Decision Makers, Oct-Dec 2004, Volume 29, Issue 4, S. 113-126.
- Parkin, Michael (1990): Economics, Addison-Wesley Publishing Company, Inc., USA.
- Percy, J. P. (1995): The Cadbury report and corporate governance in the U.K., in: CPA Journal, May 95, Volume 65, Issue 5, S. 24-27.
- Pierschke, Barbara / Sotelo, Ramon (2004): Immobilienökonomie als interdisziplinärer Ansatz, in: GuG Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 15. Jahrgang, Heft Nr. 5, 2004, S. 264-267.
- Plessis, Jean J. du / Großfeld, Bernhard / Saenger, Ingo / Sandrock, Otto (2012): An Overview of German Business or Enterprise Law and the One-Tier and Two-Tier Board Systems Contrasted, in: Plessis, Jean J. du / Großfeld, Bernhard / Luttermann, Claus / Saenger, Ingo / Sandrock, Otto / Casper, Matthias (Hrsg.), German Corporate Governance in International and European Context, zweite Auflage Springer Verlag Berlin Heidelberg, 2012, S. 1-14.
- Plessis, Jean J. du / Luttermann, Claus (2012): Corporate Governance in the EU, the OECD Principles of Corporate Governance and Corporate Governance in Selected Other Jurisdictions, in: Plessis, Jean J. du / Großfeld, Bernhard / Luttermann, Claus / Saenger, Ingo / Sandrock, Otto / Casper, Matthias (Hrsg.), German Corporate Governance in International and European Context, zweite Auflage Springer Verlag Berlin Heidelberg, 2012, S. 399-474.



Plessis, Jean J. du / Saenger, Ingo (2012): An Overview of the Corporate Governance Debate in Germany, in: Plessis, Jean J. du / Großfeld, Bernhard / Luttermann, Claus / Saenger, Ingo / Sandrock, Otto / Casper, Matthias (Hrsg.), German Corporate Governance in International and European Context, zweite Auflage Springer Verlag Berlin Heidelberg, 2012, S. 15-54.

Pohle, K. / Werder, Axel von (2002): Corporate Governance - Generelle Kodizes und unternehmensindividuelle Leitlinien, in: Markus Ruffner (Hrsg.), Meilensteine im Management, Band IX, Basel, S. 735-757.

Rapp, Marc Steffen / Wolff, Michael (2011): Kodexakzeptanz 2011: Analyse der Entsprechenserklärungen zum Deutschen Corporate Governance Kodex, [http://www.hhl.de/fileadmin/texte/center-corpogovernance/20110401\\_Kodexakzeptanz\\_2011\\_CCG.pdf](http://www.hhl.de/fileadmin/texte/center-corpogovernance/20110401_Kodexakzeptanz_2011_CCG.pdf), Abrufdatum: 03.01.2012.

Rapp, Marc Steffen / Wolff, Michael (2012): Kodexakzeptanz 2012: Analyse der Entsprechenserklärungen zum Deutschen Corporate Governance Kodex, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2038411](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2038411), Abrufdatum: 20.05.2012.

Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2012A): <http://www.corporate-governance-code.de/index.html>, Abrufdatum: 06.03.2012.

Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2012B): <http://www.corporate-governance-code.de/ger/news/rede-crommes.html>, Abrufdatum: 10.04.2012.

Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2012C): <http://www.corporate-governance-code.de/ger/news/rede-cromme-20020226.html>, Abrufdatum: 10.04.2012.

Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2012D): Kodexbeschlüsse 2012, 16. Mai 2012, Medien-Telefonkonferenz, [http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex\\_2012/Medienpraesentation\\_Kodexanpassungen\\_2012\\_de.pdf](http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex_2012/Medienpraesentation_Kodexanpassungen_2012_de.pdf), Abrufdatum 23.07.2012, Folien 1-16.

Rieger, Katja (2012): Einleitung, in: Die aktienrechtliche Legalitätspflicht des Vorstands, JWV, Jenaer Wiss. Verl.-Ges., Jena 2012, S. 21-26.

Rock, Robert (1995): The quest for the best in governance practice, in: Directors & Boards, Fall 95, Volume 20, Issue 1, S. 40-44.

Röder, Klaus (1999): Kurswirkungen von Meldungen deutscher Aktiengesellschaften, in: Bomsdorf, Eckart / Kösters, Wim / Matthes, Winfried (Hrsg.), Reihe: Quantitative Ökonomie, Band 98, Josef Eul Verlag GmbH, Lohmar.

Rosen, Rüdiger von / Werder, Axel von (2011): Hat das Comply or Explain-Prinzip noch eine Zukunft?, in: KPMG, Audit Committee Quarterly, II/2011, S. 21-23.

Rosen, Rüdiger von (2012): Falsches Kodex-Verständnis, Bundesanzeiger Verlag, 05.01.12, <http://www.betrifft-unternehmen.de/infothek/fachbeitraege/newsdetails/artikel/unternehmensrecht-2/falsches-kodex-verstaendnis.html>, Abrufdatum: 23.07.2012.

- Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) (2011A): Homepage, <http://www.joinricsineurope.eu/en/articles/view/who-is-rics>, Abrufdatum: 25.07.2011.
- Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) (2011B): Homepage, <http://www.joinricsineurope.eu/en/articles/view/rics-worldwide-10>, Abrufdatum: 26.07.2011.
- Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) (2011C): Rules of Conduct for Members, 04 June 2007, Version 4 with effect from 01 January 2011.
- Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) (2012): Rules of Conduct for Firms, 04 June 2007, Version 5 with effect from 01 January 2012.
- Saibaba, MD / Ansari, Valeed Ahmad (2012): Impact of Board Size: An Empirical Study of Companies Listed in BSE 100 Index, in: Indian Journal of Corporate Governance, Volume 5, No. 2, S. 108-119.
- Sarbanes-Oxley (2002): Sarbanes-Oxley Act of 2002, <http://fl1.findlaw.com/news.findlaw.com/cnn/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf>, Abrufdatum: 05.07.2011.
- Sarbanes-Oxley (2012): <http://www.soxlaw.com/index.htm>, Abrufdatum: 05.07.2011.
- Schall, Alexander (2011): Corporate Governance after the Death of the King the Origins of the Separation of Powers in Companies, in: European Company and Financial Law Review. Band 8, Heft 4, S. 476–488.
- Schanetzky, Tim (2009): Rezension zu: Kramper, Peter: Neue Heimat. Unternehmenspolitik und Unternehmensentwicklung im gewerkschaftlichen Wohnungs- und Städtebau 1950–1982. Stuttgart 2008, in: H-Soz-u-Kult, 12.08.2009, <http://hsozkult.geschichte.hu-berlin.de/rezensionen/2009-3-121>, Abrufdatum: 12.07.2012.
- Scheele, Martin (2010): Brandbrief an DAX-Konzerne – Corporate Governance-Kommission warnt vor gesetzlicher Quote, in: Financial Times Deutschland, 02.09.2010, S. 2.
- Schrörs, Mark (2011): EU drückt Konzernen aufs Gewissen, Unternehmen sollen über ihr soziales Engagement berichten // Gesetzesinitiative geplant, in: Financial Times, 24.10.2011, S. 6.
- Schmid, Stefan / Kretschmer, Katharina (2004): The German Corporate Governance System and the German "Mitbestimmung" – An Overview, ESCP-EAP Working Paper, No. 8, November 2004.
- Schmidt, Reinhart H. / Weiß, Marco (2009): Shareholder vs. Stakeholder: Ökonomische Fragen, in: Hommelhoff, Peter / Hopt, Klaus J. / Werder, Axel von / Feddersen, Dieter / Pohle, Klaus (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance - Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis, 2. Auflage, Dr. Otto Schmidt und Schäffer-Poeschel Verlag, Köln-Stuttgart, S. 161-184.
- Schmoll, Fritz (2008): Immobilienwirtschaft - Eine Einführung, in: Schmoll, Fritz genannt Eisenwerth (Hrsg.), Basiswissen Immobilienwirtschaft - Vermietung und Verwaltung, Marketing und Maklerrecht, Grundstück und Grundstückskauf, Wertermittlung, Immobilieninvestition, Immobilienfinanzierung, Immobilienbesteuerung, Planungs- und Baurecht, Grundlagen der Bautechnik, Projektentwicklung, Staat und Markt, 2. Auflage, Grundeigentum-Verlag, Berlin-Schöneberg, S. 3-22.

- Schneider, Uwe H. (2012): Der unterschätzte Aufsichtsratsvorsitzende, in: Börsen-Zeitung Nr. 159, 18.08.2012, S. 8.
- Schulte, Karl-Werner (2003): Corporate Governance, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 212, 12.09.2003, S. 41.
- Schulte, Karl-Werner (2004): A role model for Europe: corporate governance in German real estate, in: Europe real estate yearbook 2004: countries, cities, projects, companies, REITS, people, Europe Real Estate Publ., The Hague, S. 336-339.
- Schulte, Karl-Werner / Rottke, Nico / Pitschke, Christoph (2005): Transparency in the German real estate market, in: Journal of Property Investment & Finance, Volume 23, Issue 1, S. 90-108.
- Schulte, Karl-Werner / Schäfers, Wolfgang (2008): Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), Immobilienökonomie Band I, 4. Auflage, Oldenbourg, München, S. 49-90.
- Schulte, Karl-Werner / Sturm, Verena / Wiffler, Matthias (2008): Volkswirtschaftslehre und Immobilienökonomie, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), Immobilienökonomie Band IV, 4. Auflage, Oldenbourg, München, S. 1-28.
- Schwarz, Sebastian Henner (2004): Regulierung durch Corporate Governance Kodizes, Dissertation, <http://edoc.hu-berlin.de/dissertationen/schwarz-sebastian-henner-2005-07-07/PDF/Schwarz.pdf>, Abrufdatum: 17.09.2013.
- Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA (2012): Erklärung nach § 161 AktG, Januar 2012, <http://www.sedlmayr-kgaa.de/pages/investorrelations/pdf/CorporateGover.pdf>, Abrufdatum: 26.06.2012.
- Seibert, Ulrich (2011): Grünbuch der EU-Kommission: „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“, in: KPMG, Audit Committee Quarterly, II/2011, S. 14-15.
- Seidl, David (2007): Standard Setting and Following in Corporate Governance: An Observation-Theoretical Study of the Effectiveness of Governance Codes, in: Organization 14, S. 705-727.
- Seidlitz, Frank (2007): Risse in der schönen Fassade, Welt Online, [http://www.welt.de/welt\\_print/article822462/Risse-in-der-schoenen-Fassade.html](http://www.welt.de/welt_print/article822462/Risse-in-der-schoenen-Fassade.html), 20.04.2007, Abrufdatum: 12.06.2012.
- Selzner, Harald (2012): Governance-Kodex in der Reformdebatte - Deutscher Juristentag diskutiert staatliche und halbstaatliche Eingriffe in die Unternehmensführung - Gefahr der Überregulierung, in: Börsen-Zeitung Nr. 174, 08.09.2012, S. 13.
- Shirur, Srinivas (2011): Tunneling vs. Agency Effect: A Case Study of Enron and Satyam, in: Vikalpa: The Journal for Decision Makers; Jul-Sep 2011, Volume 36, Issue 3, S. 9-26.
- Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W. (1997): A Survey of Corporate Governance, in: Journal of Finance, Volume 52, Number 2, June 1997, S. 737-783.
- Sirmans, C.F. (1999): Governance Issues in Real Estate Investing: The Case of REITs, in: RICS Research Conference The Cutting Edge, RICS Research, S. 1-31.

- Solomon, Deborah / Bryan-Low, Cassell (2004): Companies Complain About Cost Of Corporate-Governance Rules, in The Wall Street Journal Online, 10.02.2004, <http://online.wsj.com/ad/article/ironmountain/SB107636732884524922.html>, Abrufdatum: 19.07.2012.
- Steevens, Carsten (2012): Britische Boards werden weiblicher - Studie: Nach Kommissionsempfehlung von 2011 steigt der Frauenanteil auf Führungsebenen deutlich, in: Börsen-Zeitung, 14.03.2012, S. 12.
- Steininger, Martin (2012): Immobilienmarkt und Arbeitsmarkt in: Rottke Nico B., Voigtländer Michael (Hrsg.), Immobilienwirtschaftslehre Ökonomie, Band II, S. 401-420.
- Stiftung Familienunternehmen (2011): Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen, München 2011, [http://www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/studien/Die\\_volkswirtschaftliche\\_Bedeutung\\_der\\_Familienunternehmen.pdf](http://www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/studien/Die_volkswirtschaftliche_Bedeutung_der_Familienunternehmen.pdf), Abrufdatum 10.12.2012.
- Stiglbauer, Markus (2010): Corporate Governance Berichterstattung und Unternehmenserfolg - eine empirische Untersuchung für den deutschen Aktienmarkt, Gabler, Wiesbaden.
- Stiglitz, Joseph E. (2002): Globalism's Discontents, in: The American Prospect, Vol. 13, No. 1, January 2002, S. 16-21.
- Suchanek, Andreas (2008): Ethik der Sozialen Marktwirtschaft, Discussion Paper No. 2008-5, Wittenberg Center for Global Ethics.
- Süddeutsche.de (2013): Schweizer stimmen für Initiative gegen Gehaltsexzesse, in: Süddeutsche.de 03.03.2013, <http://www.sueddeutsche.de/politik/volksabstimmung-gegen-die-abzockerei-schweizer-stimmen-fuer-initiative-gegen-gehaltsexzesse-1.1614330>, Abrufdatum: 12.03.2012.
- Summer, A. A. (1977): The Impact of the SEC on Corporate Governance, in: Law and Contemporary Problems, Vol. 41, No. 3, 1977, S. 115-145.
- Suntum, Ulrich van (2005): Die unsichtbare Hand des Marktes - Vom Merkantilismus zur Marktwirtschaft, in: Die unsichtbare Hand - ökonomisches Denken gestern und heute, Springer, Berlin 2005, S. 3-10.
- Tavis, Carol / Aronson, Elliot (2010): Ich habe recht, auch wenn ich mich irre - Warum wir fragwürdige Überzeugungen, schlechte Entscheidungen und verletzendes Handeln rechtfertigen, Riemann Verlag, München, 2010.
- The Cadbury Report (1992): Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>, Abrufdatum 01.08.2011.
- The Commission of Global Governance (1995): Our Global Neighborhood: Report of the Commission on Global Governance, Oxford University Press.
- Thomsen, Steen (2008): An Introduction to Corporate Governance - Mechanisms and Systems, Djof Publishers, Copenhagen.
- Tirole, Jean (2001): Corporate Governance, in: Econometrica, Vol. 69, No. 1, S. 1-35.

- United Nations (2006): Guidance on good Practices in Corporate Governance disclosure, United Nations conference on trade and development, United Nations New York and Geneva, 2006.
- Wadewitz, Sabine (2011): Kodex in der Reifeprüfung, in: Börsen-Zeitung Nr. 122, 29.06.2011, S. 8.
- Wadewitz, Sabine (2012A): MDax-Konzerne hinken beim Kodex hinterher - Center for Corporate Governance in Leipzig bescheinigt großen Firmen hohe Akzeptanz der Regeln - Schlusslicht Heidelberg Cement, in: Börsen-Zeitung Nr. 73, 13.04.2012, S. 11.
- Wadewitz, Sabine (2012B): "Kommission ist kein moralischer Schiedsrichter" - Der Vorsitzende der Regierungskommission Corporate Governance Kodex über Aufsichtsratswahlen, Frauenquote und Gehälter, in: Börsen-Zeitung Nr. 112, 14.06.2012, S. 11.
- Wadewitz, Sabine (2012C): "Früher war nicht alles besser" - Der Aktienrechtler über die Reformdiskussion zur Corporate Governance und Aufsichtsdefizite in öffentlichen Unternehmen, in: Börsen-Zeitung Nr. 175, 11.09.2012, S. 11.
- Waldkirch, Rüdiger W. (2008): The Shareholder vs. Stakeholder Debate reconsidered, in: Discussion Paper No. 2008-2, Wittenberg Center for Global Ethics.
- Washborn, Nathan T. (2010): Wertemanagement II - Gewinn ist nicht alles, in: Harvard Business Manager, Heft 3/2010, S. 85.
- Weir, Charles / Laing, David (2000): The performance-governance relationship: The effects of Cadbury compliance on UK quoted companies, in: Journal of Management and Governance 4, S. 265-281.
- Weir, Charles / Laing, David / McKnight, Phillip J. (2003): An Empirical Analysis of the Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Performance of UK Firms, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=286440](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=286440), Abrufdatum: 23.10.2013.
- Werder, Axel von (2009): Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance, in: Hommelhoff, Peter / Hopt, Klaus J. / Werder, Axel von / Feddersen, Dieter / Pohle, Klaus (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance - Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis, 2. Auflage, Dr. Otto Schmidt und Schäffer-Poeschel Verlag, Köln-Stuttgart, S. 3-37.
- Werder, Axel von / Bartz, Jenny (2011A): Corporate Governance Report 2011 - Zur tatsächlichen Anwendung ausgewählter Kodexbestimmungen für Hauptversammlung und Aufsichtsrat (Teil I) -, in: DER BETRIEB Nr. 23, 10.06.2011, S. 1285-1290.
- Werder, Axel von / Bartz, Jenny (2011B): Corporate Governance Report 2011 - Zur tatsächlichen Anwendung ausgewählter Kodexbestimmungen für Hauptversammlung und Aufsichtsrat (Teil II) -, in: DER BETRIEB Nr. 24, 17.06.2011, S. 1345-1353.
- Werder, Axel von / Bartz, Jenny (2012): Corporate Governance Report 2012: Kodex-regime und Kodexinhalt im Urteil der Praxis, in: DER BETRIEB Nr. 16, 20.04.2012, S. 869-878.
- Williams, John (2011): ARES: A Code of Ethics and Professional Conduct, in: ARES NEWSLETTER, Volume XXV, Number 1, March 2011, S. 3.

Wintzenburg, Jan Boris (2009): Hypo Real Estate – Die Drecksbank, in: Stern.de, <http://www.stern.de/wirtschaft/geld/hypo-real-estate-die-drecksbank-654302.html>, Erscheinungsdatum: 10.02.2012, Abrufdatum: 15.06.2012.

Wolff, Brigitta / Grassmann, Thomas (2004): Vertragstheorie, in: Schreyögg, Georg / Werder, Axel von (Hrsg.), Handwörterbuch Unternehmensführung und Organisation, Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Band 2, 4. Auflage, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart, S. 1587-1595.

Wymeersch, Eddy (2009): Corporate Governance Regeln in ausgewählten Rechtssystemen, in: Hommelhoff, Peter / Hopt, Klaus J. / Werder, Axel von / Feddersen, Dieter / Pohle, Klaus (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance - Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis, 2. Auflage, Dr. Otto Schmidt und Schäffer-Poeschel Verlag, Köln-Stuttgart, S. 137-158.

Yermack, D. (1996): Higher market valuation of companies with a small board of directors, in: Journal of Financial Economics, Vol. 40, Nr. 2, 1996, S. 185-211.

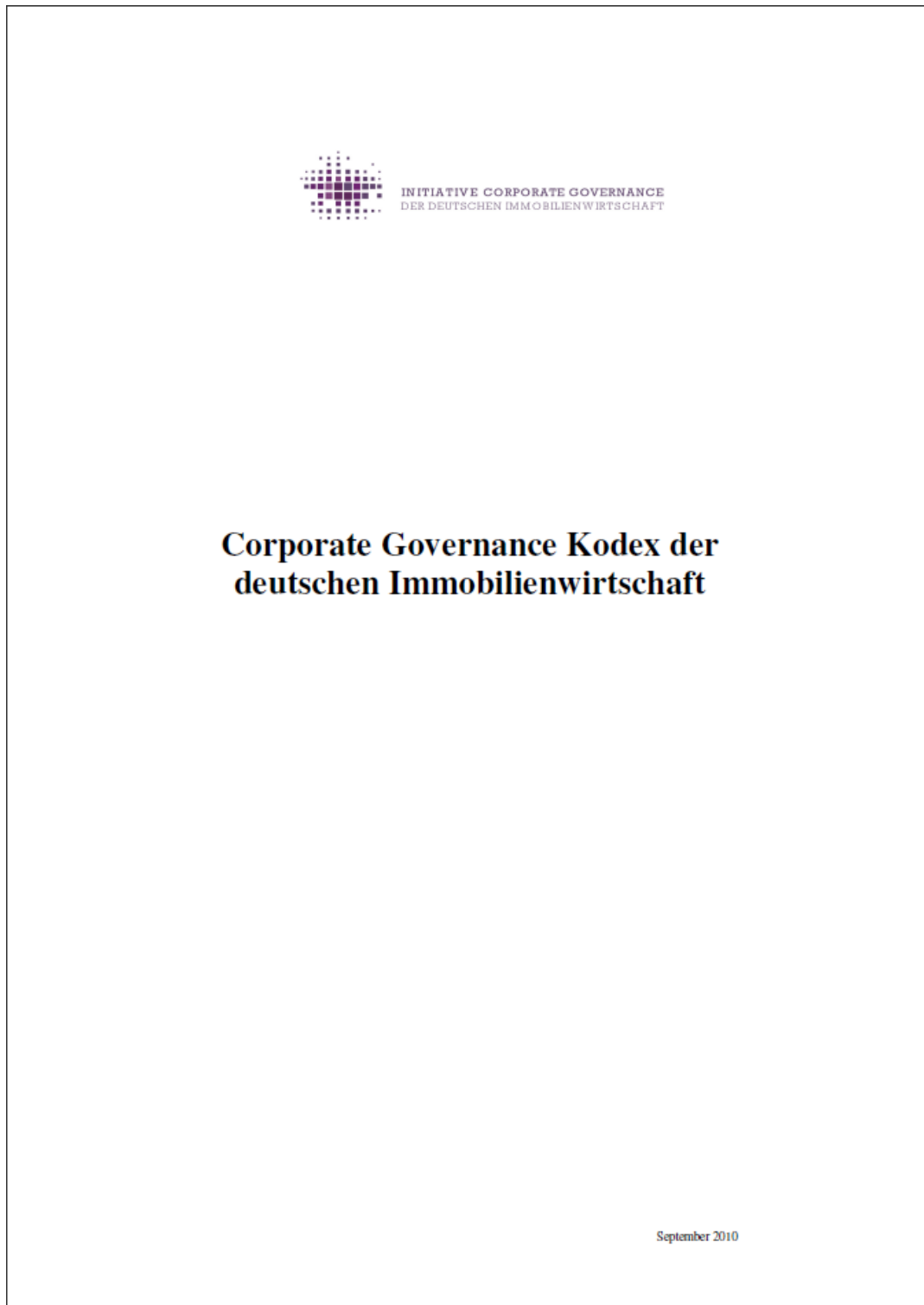
Zattoni, Alessandro / Cuomo, Francesca (2008): Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives, in: Corporate Governance: An International Review, Vol. 16, Issue 1, S. 1-15.

Zypries, Brigitte (2009): Rede zum Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung vor dem Deutschen Bundestag, Berlin, 18. Juni 2009, Bulletin Nr. 71-2.

303A.09 Corporate Governance Guidelines (2013): Listed Company Manual, Section 3 – Corporate Responsibility, 303A.00 Corporate Governance Standards, <http://nysemanual.nyse.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F4&manual=%2Ffcm%2Fsections%2Ffcm%2Dsections%2F>, Abrufdatum: 11.03.2013.

## Anhang

Anhang 1) Corporate Governance Kodex der deutschen Immobilienwirtschaft



- 2 -

### Vorwort

Die von der Bundesministerin der Justiz berufene Regierungskommission Corporate Governance unter Vorsitz von Dr. Gerhard Cromme legte am 26.2.2002 den Deutschen Corporate Governance Kodex vor. Dieser Kodex ist mittlerweile von den meisten Unternehmen, an die er sich richtet, angenommen. Die Besonderheiten der deutschen Immobilienwirtschaft, die sich von anderen Wirtschaftszweigen zum Teil unterscheidet, sind über den Kodex bislang nicht erfasst.

Um diese besonderen Themen aufzugreifen und eine Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Immobilienwirtschaft sicherzustellen, hat sich eine Initiative gebildet, die auf eine gute Corporate Governance der deutschen Immobilienunternehmen im Sinne des Deutschen Corporate Governance--Kodex einwirken will.

**Erhöhte Professionalität und Transparenz, insbesondere durch**

- aktuelle Immobilienbewertungen
- Regelung von Interessenkonflikten
- und wachsende Fachqualifikation

stehen im Vordergrund der immobilienpezifischen Anpassungen.

Dabei gilt es, Standards für die Corporate Governance bei Immobiliengesellschaften festzuschreiben. Sie sollen in Form von übergreifenden Grundsätzen zusammengefasst werden.

Darüber hinaus werden wegen der Diversität der Branche spezielle Regelwerke geschaffen: Für börsennotierte und zur künftigen Börsennotierung vorgesehene Immobilienaktiengesellschaften, für die gesetzlich regulierten Kapitalanlagegesellschaften und für privat gehaltene Immobiliengesellschaften erarbeitet die Initiative spezifische und die jeweilige Rechtsform berücksichtigende Regelwerke.

Die Initiative versteht die Kodexergänzung - die entsprechenden Bestimmungen sind fettgedruckt und mit einem „i“ gekennzeichnet -, als ersten Schritt. Sie verfolgt darüber hinaus vielfältige weitere Aktivitäten, die der Verbesserung ihrer internationalen Wettbewerbsfähigkeit dienen.

Berlin, im September 2010

Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V.

September 2010



## A. Deutscher Corporate Governance - Kodex

### B. 1. Präambel

Der vorliegende Deutsche Corporate Governance Kodex (der "Kodex") stellt wesentliche gesetzliche Vorschriften zur Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften (Unternehmensführung) dar und enthält international und national anerkannte Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung. Der Kodex soll das deutsche Corporate Governance System transparent und nachvollziehbar 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.

Der Kodex verdeutlicht die Verpflichtung von Vorstand und Aufsichtsrat, im Einklang mit den Prinzipien der sozialen Marktwirtschaft für den Bestand des Unternehmens und seine nachhaltige Wertschöpfung zu sorgen (Unternehmensinteresse).

Deutschen Aktiengesellschaften ist ein duales Führungssystem gesetzlich vorgegeben:

Der Vorstand leitet das Unternehmen in eigener Verantwortung. Die Mitglieder des Vorstands tragen gemeinsam die Verantwortung für die Unternehmensleitung. Der Vorstandsvorsitzende koordiniert die Arbeit der Vorstandsmitglieder.

Der Aufsichtsrat bestellt, überwacht und berät den Vorstand und ist in Entscheidungen, die von grundlegender Bedeutung für das Unternehmen sind, unmittelbar eingebunden. Der Aufsichtsratsvorsitzende koordiniert die Arbeit im Aufsichtsrat.

Die Mitglieder des Aufsichtsrats werden von den Aktionären in der Hauptversammlung gewählt. Bei Unternehmen mit mehr als 500 bzw. 2000 Arbeitnehmern im Inland sind auch die Arbeitnehmer im Aufsichtsrat vertreten, der sich dann zu einem Drittel bzw. zur Hälfte aus von den Arbeitnehmern gewählten Vertretern zusammensetzt. Bei Unternehmen mit mehr als 2000 Arbeitnehmern hat der Aufsichtsratsvorsitzende, der praktisch immer ein Vertreter der Anteilseigner ist, ein die Beschlussfassung entscheidendes Zweitstimmrecht. Die von den Aktionären gewählten Anteilseignervertreter und die Arbeitnehmervertreter sind gleichermaßen dem Unternehmensinteresse verpflichtet.

Alternativ eröffnet die Europäische Gesellschaft (SE) die Möglichkeit, sich auch in Deutschland für das international verbreitete System der Führung durch ein einheitliches Leitungsorgan (Verwaltungsrat) zu entscheiden.

Die Ausgestaltung der unternehmerischen Mitbestimmung in der SE wird grundsätzlich durch eine Vereinbarung zwischen der Unternehmensleitung und der Arbeitnehmerseite festgelegt. Die Arbeitnehmer in den EU-Mitgliedstaaten sind einbezogen.

Das auch in anderen kontinentaleuropäischen Ländern etablierte duale Führungssystem und das monistische Verwaltungsratssystem bewegen sich wegen des intensiven Zusammenwirkens von Vorstand und Aufsichtsrat im dualen Führungssystem in der Praxis aufeinander zu und sind gleichermaßen erfolgreich.

Die Rechnungslegung deutscher Unternehmen ist am True-and-fair-view-Prinzip orientiert und vermittelt ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens.

**Empfehlungen** des Kodex sind im Text durch die Verwendung des Wortes "**soll**" gekennzeichnet. Die Gesellschaften können hiervon abweichen, sind dann aber verpflichtet, dies jährlich offen zu legen. Dies ermöglicht den Gesellschaften die Berücksichtigung branchen- oder unternehmensspezifischer Bedürfnisse. So trägt der Kodex zur Flexibilisierung und Selbstregulierung der deutschen Unternehmensverfassung bei. Ferner enthält der Kodex **Anregungen**, von denen ohne Offenlegung abgewichen werden kann; hierfür verwendet der Kodex Begriffe wie "**sollte**" oder "**kann**". Die übrigen sprachlich nicht so gekennzeichneten Teile des Kodex betreffen Bestimmungen, die als geltendes Gesetzesrecht von den Unternehmen zu beachten sind.

In Regelungen des Kodex, die nicht nur die Gesellschaft selbst, sondern auch ihre Konzernunternehmen be-

- 4 -

treffen, wird der Begriff "Unternehmen" statt "Gesellschaft" verwendet.

Der Kodex richtet sich in erster Linie an börsennotierte Gesellschaften. Auch nicht börsennotierten Gesellschaften wird die Beachtung des Kodex empfohlen.

Der Kodex wird in der Regel einmal jährlich vor dem Hintergrund nationaler und internationaler Entwicklungen überprüft und bei Bedarf angepasst.

#### **1.i Präambel für die Immobilienwirtschaft**

**Der deutsche Corporate Governance Kodex wird für börsennotierte und zur künftigen Börsennotierung vorgesehene Aktiengesellschaften, die das Immobiliengeschäft betreiben („Immobilien-gesellschaft“), im folgenden sachgerecht ergänzt. Die Ergänzungen gelten auch für andere derartige Aktiengesellschaften jedweder Branche,**

- **die selbst oder durch verbundene Unternehmen in nennenswertem Umfang Immobilien halten sowie direkt oder über Beteiligungen Immobiliengeschäfte abschließen und durchführen („Immobilien-geschäfte“)**
- **oder bei solchen Geschäften Dienste leisten (insgesamt: „Immobilienunternehmen“).**

**Die entsprechende Anwendung wird auch für andere Unternehmensformen - soweit möglich - im Immobiliengeschäft empfohlen.**

**Die für Unternehmen im Immobiliengeschäft wichtigen Ergänzungen der Grundsätze zur Unternehmensführung und -kontrolle sind durch den Hinweis „i“ und durch Festdruck hervorgehoben.**

**Die Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft hat, entsprechend der herausragenden Bedeutung der Immobilienwirtschaft in der Volkswirtschaft, Wert darauf gelegt, die notwendigen Ergänzungen an bestimmten Stellen deutlich ausgeprägt und beispielgebend zu formulieren.**

### **C. 2. Aktionäre und Hauptversammlung**

#### **2.1 Aktionäre**

2.1.1 Die Aktionäre nehmen im Rahmen der satzungsmäßig vorgesehenen Möglichkeiten ihre Rechte vor oder während der Hauptversammlung wahr und üben dabei ihr Stimmrecht aus.

2.1.2 Jede Aktie gewährt grundsätzlich eine Stimme. Aktien mit Mehrstimmrechten oder Vorzugsstimmrechten ("golden shares") sowie Höchststimmrechte bestehen nicht.

#### **2.2 Hauptversammlung**

2.2.1 Der Vorstand legt der Hauptversammlung den Jahresabschluss und den Konzernabschluss vor. Sie entscheidet über die Gewinnverwendung sowie die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat und wählt in der Regel die Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat und den Abschlussprüfer.

Darüber hinaus entscheidet die Hauptversammlung über die Satzung und den Gegenstand der Gesellschaft, über Satzungsänderungen und über wesentliche unternehmerische Maßnahmen wie insbesondere Unternehmensverträge und Umwandlungen, über die Ausgabe von neuen Aktien und von Wandel- und Options-schuldverschreibungen sowie über die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien. Sie kann über die Billigung des Systems der Vergütung der Vorstandsmitglieder beschließen.

2.2.2 Bei der Ausgabe neuer Aktien haben die Aktionäre grundsätzlich ein ihrem Anteil am Grundkapital entsprechendes Bezugsrecht.

2.2.3 Jeder Aktionär ist berechtigt, an der Hauptversammlung teilzunehmen, das Wort zu Gegenständen

September 2010

- 5 -

der Tagesordnung zu ergreifen und sachbezogene Fragen und Anträge zu stellen.

2.2.4 Der Versammlungsleiter sorgt für eine zügige Abwicklung der Hauptversammlung. Dabei sollte er sich davon leiten lassen, dass eine ordentliche Hauptversammlung spätestens nach 4 bis 6 Stunden beendet ist.

### **2.3 Einladung zur Hauptversammlung, Briefwahl, Stimmrechtsvertreter**

2.3.1 Die Hauptversammlung der Aktionäre ist vom Vorstand mindestens einmal jährlich unter Angabe der Tagesordnung einzuberufen. Aktionärsminderheiten sind berechtigt, die Einberufung einer Hauptversammlung und die Erweiterung der Tagesordnung zu verlangen. Die Einberufung sowie die vom Gesetz für die Hauptversammlung verlangten Berichte und Unterlagen einschließlich des Geschäftsberichts und der Formulare für einen Briefwahl sind auf der Internetseite der Gesellschaft zusammen mit der Tagesordnung zu veröffentlichen.

2.3.2 Die Gesellschaft soll allen in- und ausländischen Finanzdienstleistern, Aktionären und Aktionärsvereinigungen die Einberufung der Hauptversammlung mitsamt den Einberufungsunterlagen auf elektronischem Wege übermitteln, wenn die Zustimmungserfordernisse erfüllt sind.

2.3.3 Die Gesellschaft soll den Aktionären die persönliche Wahrnehmung ihrer Rechte erleichtern. Auch bei der Briefwahl und der Stimmrechtsvertretung soll die Gesellschaft die Aktionäre unterstützen. Der Vorstand soll für die Bestellung eines Vertreters für die weisungsgebundene Ausübung des Stimmrechts der Aktionäre sorgen; dieser sollte auch während der Hauptversammlung erreichbar sein.

2.3.4 Die Gesellschaft sollte den Aktionären die Verfolgung der Hauptversammlung über moderne Kommunikationsmedien (z.B. Internet) ermöglichen.

## **D. 3. Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat**

### 3.1

Vorstand und Aufsichtsrat arbeiten zum Wohle des Unternehmens eng zusammen.

#### **3.1.i Vorstand und Aufsichtsrat in Konzernobergesellschaften sollen die Führung der Geschäfte von abhängigen Gesellschaften, insbesondere hinsichtlich der Immobilienaktivitäten, sorgfältig überwachen.**

3.2 Der Vorstand stimmt die strategische Ausrichtung des Unternehmens mit dem Aufsichtsrat ab und erörtert mit ihm in regelmäßigen Abständen den Stand der Strategieumsetzung.

3.3 Für Geschäfte von grundlegender Bedeutung legen die Satzung oder der Aufsichtsrat Zustimmungsvorbehalte zugunsten des Aufsichtsrats fest. Hierzu gehören Entscheidungen oder Maßnahmen, die die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage des Unternehmens grundlegend verändern.

#### **3.3.i Bei Immobilienunternehmen gilt dies insbesondere für**

- **grundlegende Änderungen von Bewertungsverfahren**
- **Immobilien- und -verkäufe sowie Projektentwicklungen von eigenen Grundstücken oberhalb einer in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße festzulegenden Schwelle.**

3.4 Die ausreichende Informationsversorgung des Aufsichtsrats ist gemeinsame Aufgabe von Vorstand und Aufsichtsrat.

Der Vorstand informiert den Aufsichtsrat regelmäßig, zeitnah und umfassend über alle für das Unternehmen relevanten Fragen der Planung, der Geschäftsentwicklung, der Risikolage, des Risikomanagements und der Compliance. Er geht auf Abweichungen des Geschäftsverlaufs von den aufgestellten Plänen und Zielen unter Angabe von Gründen ein.

September 2010

- 6 -

Der Aufsichtsrat soll die Informations- und Berichtspflichten des Vorstands näher festlegen. Berichte des Vorstands an den Aufsichtsrat sind in der Regel in Textform zu erstatten. Entscheidungsnotwendige Unterlagen, insbesondere der Jahresabschluss, der Konzernabschluss und der Prüfungsbericht, werden den Mitgliedern des Aufsichtsrats möglichst rechtzeitig vor der Sitzung zugeleitet.

3.5 Gute Unternehmensführung setzt eine offene Diskussion zwischen Vorstand und Aufsichtsrat sowie in Vorstand und Aufsichtsrat voraus. Die umfassende Wahrung der Vertraulichkeit ist dafür von entscheidender Bedeutung.

Alle Organmitglieder stellen sicher, dass die von ihnen eingeschalteten Mitarbeiter die Verschwiegenheitspflicht in gleicher Weise einhalten.

3.6 In mitbestimmten Aufsichtsräten sollten die Vertreter der Aktionäre und der Arbeitnehmer die Sitzungen des Aufsichtsrats jeweils gesondert, gegebenenfalls mit Mitgliedern des Vorstands, vorbereiten.

Der Aufsichtsrat sollte bei Bedarf ohne den Vorstand tagen.

3.7 Bei einem Übernahmeangebot müssen Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot abgeben, damit die Aktionäre in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden können.

Der Vorstand darf nach Bekanntgabe eines Übernahmeangebots keine Handlungen außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsverkehrs vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte, wenn er dazu nicht von der Hauptversammlung ermächtigt ist oder der Aufsichtsrat dem zugestimmt hat. Bei ihren Entscheidungen sind Vorstand und Aufsichtsrat an das beste Interesse der Aktionäre und des Unternehmens gebunden.

In angezeigten Fällen sollte der Vorstand eine außerordentliche Hauptversammlung einberufen, in der die Aktionäre über das Übernahmeangebot beraten und gegebenenfalls über gesellschaftsrechtliche Maßnahmen beschließen.

3.8 Vorstand und Aufsichtsrat beachten die Regeln ordnungsgemäßer Unternehmensführung. Verletzen sie die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters bzw. Aufsichtsratsmitglieds schuldhaft, so haften sie der Gesellschaft gegenüber auf Schadensersatz. Bei unternehmerischen Entscheidungen liegt keine Pflichtverletzung vor, wenn das Mitglied von Vorstand oder Aufsichtsrat vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln (Business Judgement Rule).

Schließt die Gesellschaft für den Vorstand eine D&O-Versicherung ab, ist ein Selbstbehalt von mindestens 10 % des Schadens bis mindestens zur Höhe des Eineinhalbfachen der festen jährlichen Vergütung des Vorstandsmitglieds zu vereinbaren.

In einer D&O-Versicherung für den Aufsichtsrat soll eine entsprechender Selbstbehalt vereinbart werden.

3.9 Die Gewährung von Krediten des Unternehmens an Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats sowie ihre Angehörigen bedarf der Zustimmung des Aufsichtsrats.

**3.9.i Immobiliengeschäfte zwischen dem Unternehmen und Mitgliedern des Vorstands oder des Aufsichtsrats sollen vermieden werden. Soweit sie dennoch abgeschlossen werden, sollen sie der Zustimmung des Aufsichtsrats unterliegen.**

3.10 Vorstand und Aufsichtsrat sollen jährlich im Geschäftsbericht über die Corporate Governance des Unternehmens Corporate berichten (Governance Bericht). Hierzu gehört auch die Erläuterung eventueller Abweichungen von den Empfehlungen dieses Kodex. Dabei kann auch zu den Kodexanregungen Stellung genommen werden. Die Gesellschaft soll nicht mehr aktuelle Entsprechenserklärungen zum Kodex fünf Jahre lang auf ihrer Internetseite zugänglich halten.

#### E. 4. Vorstand

September 2010

- 7 -

#### 4.1 Aufgaben und Zuständigkeiten

4.1.1 Der Vorstand leitet das Unternehmen in eigener Verantwortung und im Unternehmensinteresse, also unter Berücksichtigung der Belange der Aktionäre, seiner Arbeitnehmer und der sonstigen dem Unternehmen verbundenen Gruppe (Stakeholder) mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung.

4.1.2 Der Vorstand entwickelt die strategische Ausrichtung des Unternehmens, stimmt sie mit dem Aufsichtsrat ab und sorgt für ihre Umsetzung.

4.1.3 Der Vorstand hat für die Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen und der unternehmensinternen Richtlinien zu sorgen und wirkt auf deren Beachtung durch die Konzernunternehmen hin (Compliance).

4.1.4 Der Vorstand sorgt für ein angemessenes Risikomanagement und Risikocontrolling im Unternehmen.

4.1.5 Der Vorstand soll bei der Besetzung von Führungsfunktionen im Unternehmen auf Vielfalt (Diversity) achten und dabei insbesondere eine angemessene Berücksichtigung von Frauen anstreben.

#### 4.2 Zusammensetzung und Vergütung

**4.2.1 Vorstandsmitglieder von Gesellschaften, die im Immobiliengeschäft tätig sind, sollen über eine einschlägige Ausbildung oder ausreichende Erfahrungen verfügen. In Vorständen von Unternehmen, deren Konzerngesellschaften in einem Maße im Immobiliengeschäft tätig sind, das auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des herrschenden Unternehmens nicht unerheblichen Einfluss haben kann, sollte mindestens ein Mitglied des Vorstands besondere Kenntnisse oder ausreichende Erfahrungen im Immobiliengeschäft aufweisen.**

4.2.1 Der Vorstand soll aus mehreren Personen bestehen und einen Vorsitzenden oder Sprecher haben. Eine Geschäftsordnung soll die Arbeit des Vorstands, insbesondere die Ressortzuständigkeiten einzelner Vorstandsmitglieder, die dem Gesamtvorstand vorbehaltenen Angelegenheiten sowie die erforderliche Beschlussmehrheit bei Vorstandsbeschlüssen (Einstimmigkeit oder Mehrheitsbeschluss) regeln.

4.2.2 Das Aufsichtsratsplenum setzt auf Vorschlag des Gremiums, das die Vorstandsverträge behandelt, die Gesamtvergütung der einzelnen Vorstandsmitglieder fest und soll das Vergütungssystem für den Vorstand beschließen und regelmäßig überprüfen.

Die Gesamtvergütung der einzelnen Vorstandsmitglieder wird vom Aufsichtsratsplenum unter Einbeziehung von etwaigen Konzernbezügen auf der Grundlage einer Leistungsbeurteilung festgelegt. Kriterien für die Angemessenheit der Vergütung bilden sowohl die Aufgaben des einzelnen Vorstandsmitglieds, seine persönliche Leistung, die wirtschaftliche Lage, der Erfolg und die Zukunftsaussichten des Unternehmens als auch die Üblichkeit der Vergütung unter Berücksichtigung des Vergleichsumfelds und der Vergütungsstruktur, die ansonsten in der Gesellschaft gilt.

Soweit vom Aufsichtsrat zur Beurteilung der Angemessenheit der Vergütung ein externer Vergütungsexperte hinzugezogen wird, soll auf dessen Unabhängigkeit vom Vorstand bzw. vom Unternehmen geachtet werden.

4.2.3 Die Vergütungsstruktur ist auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten.

Die monetären Vergütungsteile sollen fixe und variable Bestandteile umfassen. Der Aufsichtsrat hat dafür zu sorgen, dass variable Vergütungsteile grundsätzlich eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben. Sowohl positiven als auch negativen Entwicklungen soll bei der Ausgestaltung der variablen Vergütungsteile Rechnung getragen werden. Sämtliche Vergütungsbestandteile müssen für sich und insgesamt angemessen sein und dürfen insbesondere nicht zum Eingehen unangemessener Risiken verleiten.

Als variable Vergütungsteile kommen z.B. auf das Unternehmen bezogene aktien- oder kennzahlbasierte Vergütungselemente in Betracht. Sie sollen auf anspruchsvolle, relevante Vergleichsparameter bezogen sein. Eine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele oder der Vergleichsparameter soll ausgeschlossen sein. Für außerordentliche Entwicklungen hat der Aufsichtsrat grundsätzlich eine Begrenzungsmöglichkeit (Cap) zu vereinbaren.

Bei Abschluss von Vorstandsverträgen soll darauf geachtet werden, dass Zahlungen an ein Vorstandsmitglied bei vorzeitiger Beendigung der Vorstandstätigkeit ohne wichtigen Grund einschließlich Nebenleistungen den

September 2010

- 8 -

Weit von zwei Jahresvergütungen nicht überschreiten (Abfindungs-Cap) und nicht mehr als die Restlaufzeit des Anstellungsvertrages vergüten. Für die Berechnung des Abfindungs-Caps soll auf die Gesamtvergütung des abgelaufenen Geschäftsjahres und gegebenenfalls auch auf die voraussichtliche Gesamtvergütung für das laufende Geschäftsjahr abgestellt werden.

Eine Zusage für Leistungen aus Anlass der vorzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit infolge eines Kontrollwechsels (Change of Control) soll 150 % des Abfindungs-Caps nicht übersteigen.

Der Vorsitzende des Aufsichtsrats soll die Hauptversammlung über die Grundzüge des Vergütungssystems und deren Veränderung informieren.

4.2.4 Die Gesamtvergütung eines jeden Vorstandsmitglieds wird, aufgeteilt nach fixen und variablen Vergütungsteilen unter Namensnennung offen gelegt. Gleiches gilt für Zusagen auf Leistungen, die einem Vorstandsmitglied für den Fall der vorzeitigen oder regulären Beendigung der Tätigkeit als Vorstandsmitglied gewährt oder die während des Geschäftsjahres geändert worden sind. Die Offenlegung kann unterbleiben, wenn die Hauptversammlung dies mit Dreiviertelmehrheit anderweitig beschlossen hat.

4.2.5 Die Offenlegung soll in einem Vergütungsbericht erfolgen, der als Teil des Corporate Governance Berichts auch das Vergütungssystem für die Vorstandsmitglieder in allgemein verständlicher Form erläutert. Der Vergütungsbericht soll auch Angaben zur Art der von der Gesellschaft erbrachten Nebenleistungen enthalten.

#### **4.3 Interessenkonflikte**

4.3.1 Vorstandsmitglieder unterliegen während ihrer Tätigkeit für das Unternehmen einem umfassenden Wettbewerbsverbot.

4.3.2 Vorstandsmitglieder und Mitarbeiter dürfen im Zusammenhang mit ihrer Tätigkeit weder für sich noch für andere Personen von Dritten Zuwendungen oder sonstige Vorteile fordern oder annehmen oder Dritten ungerechtfertigte Vorteile gewähren.

4.3.3 Die Vorstandsmitglieder sind dem Unternehmensinteresse verpflichtet. Kein Mitglied des Vorstands darf bei seinen Entscheidungen persönliche Interessen verfolgen und Geschäftschancen, die dem Unternehmen zustehen, für sich nutzen.

4.3.4 Jedes Vorstandsmitglied soll Interessenkonflikte dem Aufsichtsrat gegenüber unverzüglich offenlegen und die anderen Vorstandsmitglieder hierüber informieren. Alle Geschäfte zwischen dem Unternehmen einerseits und den Vorstandsmitgliedern sowie ihnen nahestehenden Personen oder ihnen persönlich nahestehenden Unternehmungen andererseits haben branchenüblichen Standards zu entsprechen. Wesentliche Geschäfte sollen der Zustimmung des Aufsichtsrats bedürfen.

4.3.5 Vorstandsmitglieder sollen Nebentätigkeiten, insbesondere Aufsichtsratsmandate ausserhalb des Unternehmens, nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats übernehmen.

**4.3.6.i Bei Immobiliengeschäften des Unternehmens sollte schon der Anschein eines Interessenkonfliktes vermieden werden. Bei jedem derartigen Geschäft müssen ausschließlich die Interessen des Unternehmens beachtet werden. Mitglieder des Vorstands dürfen keinesfalls persönliche Vorteile aus Geschäften des Unternehmens ziehen.**

**Privat durchgeführte Immobiliengeschäfte und private Aufträge zu solchen Geschäften durch Mitglieder des Vorstands sollen dem Vorsitzenden des Aufsichtsrats offengelegt werden.**

**Die Mitglieder des Vorstands sollen auf die Einhaltung der Grundsätze zur Vermeidung von Interessenkonflikten achten, insbesondere bei:**

- **Geschäften zwischen verbundenen Unternehmen**
- **bei Immobilienan- und verkäufen**
- **bei Auftragsvergaben im Immobilienbereich**

**Der Aufsichtsrat sollte Verfahrensregeln für den Einzelfall festlegen.**

## F. 5. Aufsichtsrat

### 5.1 Aufgaben und Zuständigkeiten

5.1.1 Aufgabe des Aufsichtsrats ist es, den Vorstand bei der Leitung des Unternehmens regelmäßig zu beraten und zu überwachen. Er ist in Entscheidungen von grundlegender Bedeutung für das Unternehmen einzubinden.

#### 5.1.1.1 Bei Immobiliengeschäften von erheblicher Bedeutung soll der Aufsichtsrat

- die frühzeitige und ausreichende Information seiner Mitglieder sicherstellen
- Frequenz und Zeitbudget für Sitzungen entsprechend dem Geschäftsvolumen und den Geschäftserfordernissen angemessen regeln
- insgesamt den Mitgliedern die Wahrnehmung ihrer Kontrollfunktion erleichtern

**Kreditinstitute können für Rettungserwerbe besondere, auch abweichende, Regeln festlegen.**

5.1.2 Der Aufsichtsrat bestellt und entlässt die Mitglieder des Vorstands. Bei der Zusammensetzung des Vorstands soll der Aufsichtsrat auch auf Vielfalt (Diversity) achten und dabei insbesondere eine angemessene Berücksichtigung von Frauen anstreben. Er soll gemeinsam mit dem Vorstand für eine langfristige Nachfolgeplanung sorgen. Der Aufsichtsrat kann die Vorbereitung der Bestellung von Vorstandsmitgliedern sowie die Behandlung der Bedingungen des Anstellungsvertrages einschließlich der Vergütung Ausschüssen übertragen.

Bei Erstbestellungen sollte die maximal mögliche Bestelldauer von fünf Jahren nicht die Regel sein. Eine Wiederbestellung vor Ablauf eines Jahres vor dem Ende der Bestelldauer bei gleichzeitiger Aufhebung der laufenden Bestellung soll nur bei Vorliegen besonderer Umstände erfolgen. Eine Altersgrenze für Vorstandsmitglieder soll festgelegt werden.

5.1.3 Der Aufsichtsrat soll sich eine Geschäftsordnung geben.

### 5.2 Aufgaben und Befugnisse des Aufsichtsratsvorsitzenden

Der Aufsichtsratsvorsitzende koordiniert die Arbeit im Aufsichtsrat und leitet dessen Sitzungen und nimmt die Belange des Aufsichtsrats nach außen wahr.

Der Aufsichtsratsvorsitzende soll zugleich Vorsitzender der Ausschüsse sein, die die Vorstandsverträge behandeln und die Aufsichtsratssitzungen vorbereiten. Den Vorsitz im Prüfungsausschuss (Audit Committee) sollte er nicht innehaben.

Der Aufsichtsratsvorsitzende soll mit dem Vorstand, insbesondere mit dem Vorsitzenden bzw. Sprecher des Vorstands, regelmäßig Kontakt halten und mit ihm die Strategie, die Geschäftsentwicklung und das Risikomanagement des Unternehmens beraten. Der Aufsichtsratsvorsitzende wird über wichtige Ereignisse, die für die Beurteilung der Lage und Entwicklung sowie für die Leitung des Unternehmens von wesentlicher Bedeutung sind, unverzüglich durch den Vorsitzenden bzw. Sprecher des Vorstands informiert. Der Aufsichtsratsvorsitzende soll sodann den Aufsichtsrat unterrichten und erforderlichenfalls eine außerordentliche Aufsichtsratssitzung einberufen.

### 5.3 Bildung von Ausschüssen

5.3.1 Der Aufsichtsrat soll abhängig von den spezifischen Gegebenheiten des Unternehmens und der Anzahl seiner Mitglieder fachlich qualifizierte Ausschüsse bilden. Diese dienen der Steigerung der Effizienz der Aufsichtsratsarbeit und der Behandlung komplexer Sachverhalte. Die jeweiligen Ausschussvorsitzenden berichten regelmäßig an den Aufsichtsrat über die Arbeit der Ausschüsse.

5.3.2 Der Aufsichtsrat soll einen Prüfungsausschuss (Audit Committee) einrichten, der sich insbesondere mit Fragen der Rechnungslegung, des Risikomanagements und der Compliance, der erforderlichen Unab-

- 10 -

hängigkeit des Abschlussprüfers, der Erteilung des Prüfungsauftrags an den Abschlussprüfer, der Bestimmung von Prüfungsschwerpunkten und der Honorarvereinbarung befasst. Der Vorsitzende des Prüfungsausschusses soll über besondere Kenntnisse und Erfahrungen in der Anwendung von Rechnungslegungsgrundsätzen und internen Kontrollverfahren verfügen. Er sollte unabhängig und kein ehemaliges Vorstandsmitglied der Gesellschaft sein, dessen Bestellung vor weniger als zwei Jahren endete.

**5.3.2.i Bei Immobilienunternehmen soll der Aufsichtsrat bzw. das Audit Committee mit der Bewertung des Immobilienbestandes befasst werden. Diese Aufgabe kann auch einem gesonderten Bewertungsausschuss übertragen werden.**

5.3.3 Der Aufsichtsrat soll einen Nominierungsausschuss bilden, der ausschließlich mit Vertretern der Anteilseigner besetzt ist und dem Aufsichtsrat für dessen Wahlvorschläge an die Hauptversammlung geeignete Kandidaten vorschlägt.

5.3.4 Der Aufsichtsrat kann weitere Sachthemen zur Behandlung in einen oder mehrere Ausschüsse verweisen. Hierzu gehören u. a. die Strategie des Unternehmens, die Vergütung der Vorstandsmitglieder, Investitionen und Finanzierungen.

5.3.5 Der Aufsichtsrat kann vorsehen, dass Ausschüsse die Sitzungen des Aufsichtsrats vorbereiten und darüber hinaus auch anstelle des Aufsichtsrats entscheiden.

**5.4 Zusammensetzung und Vergütung**

5.4.1 Der Aufsichtsrat ist so zusammenzusetzen, dass seine Mitglieder insgesamt über die zur ordnungsgemäßen Wahrnehmung der Aufgaben erforderlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und fachlichen Erfahrungen verfügen.

Der Aufsichtsrat soll für seine Zusammensetzung konkrete Ziele nennen, die unter Beachtung der unternehmensspezifischen Situation die internationale Tätigkeit des Unternehmens, potentielle Interessenkonflikte, eine festzulegende Altersgrenze für Aufsichtsratsmitglieder und Vielfalt (Diversity) berücksichtigen. Diese konkreten Ziele sollen insbesondere eine angemessene Beteiligung von Frauen vorsehen.

Vorschläge des Aufsichtsrats an die zuständigen Wahlgremien sollen diese Ziele berücksichtigen. Die Zielsetzung des Aufsichtsrats und der Stand der Umsetzung sollen im Corporate Governance Bericht veröffentlicht werden.

Die Mitglieder des Aufsichtsrates nehmen die für ihre Aufgaben erforderlichen Aus- und Fortbildungsmaßnahmen eigenverantwortlich wahr. Dabei sollen sie von der Gesellschaft angemessen unterstützt werden.

**5.4.i In Aufsichtsräten von Unternehmen, deren Konzerngesellschaften in einem Maße im Immobiliengeschäft tätig sind, das auf die Vermögens- Finanz- und Ertragslage des herrschenden Unternehmens nicht unerheblich Einfluss haben kann, sollte mindestens ein Mitglied des Aufsichtsrats besondere Kenntnisse oder ausreichende Erfahrung im Immobiliengeschäft aufweisen.**

**In Aufsichtsräten der Immobiliengesellschaften soll eine hinreichende Zahl von Aufsichtsratsmitgliedern über derartige besondere Kenntnisse oder Erfahrungen verfügen.**

5.4.2 Um eine unabhängige Beratung und Überwachung des Vorstands durch den Aufsichtsrat zu ermöglichen, soll dem Aufsichtsrat eine nach seiner Einschätzung ausreichende Anzahl unabhängiger Mitglieder angehören. Ein Aufsichtsratsmitglied ist als unabhängig anzusehen, wenn es in keiner geschäftlichen oder persönlichen Beziehung zu der Gesellschaft oder deren Vorstand steht, die einen Interessenkonflikt begründet. Dem Aufsichtsrat sollen nicht mehr als zwei ehemalige Mitglieder des Vorstands angehören. Aufsichtsratsmitglieder sollen keine Organfunktion oder Beratungsaufgaben bei wesentlichen Wettbewerbern des Unternehmens ausüben.

5.4.3 Wahlen zum Aufsichtsrat sollen als Einzelwahl durchgeführt werden. Ein Antrag auf gerichtliche Bestellung eines Aufsichtsratsmitglieds soll bis zur nächsten Hauptversammlung befristet sein. Kandidatenvorschläge für den Aufsichtsratsvorsitz sollen den Aktionären bekannt gegeben werden.

5.4.4 Vorstandsmitglieder dürfen vor Ablauf von zwei Jahren nach dem Ende ihrer Bestellung nicht Mitglied des Aufsichtsrats der Gesellschaft werden, es sei denn ihre Wahl erfolgt auf Vorschlag von Aktionären, die mehr als 25 % der Stimmrechte an der Gesellschaft halten. In letzterem Fall soll der Wechsel in den Auf-

September 2010



- 11 -

sichtsratsvorsitz eine der Hauptversammlung zu begründende Ausnahme sein.

5.4.5 Jedes Aufsichtsratsmitglied achtet darauf, dass ihm für die Wahrnehmung seiner Mandate genügend Zeit zur Verfügung steht. Wer dem Vorstand einer börsennotierten Gesellschaft angehört, soll insgesamt nicht mehr als drei Aufsichtsratsmandate in konzernexternen börsennotierten Gesellschaften oder in Aufsichtsgremien von Gesellschaften mit vergleichbaren Anforderungen wahrnehmen.

5.4.6 Die Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder wird durch Beschluss der Hauptversammlung oder in der Satzung festgelegt. Sie trägt der Verantwortung und dem Tätigkeitsumfang der Aufsichtsratsmitglieder sowie der wirtschaftlichen Lage und dem Erfolg des Unternehmens Rechnung. Dabei sollen der Vorsitz und der stellvertretende Vorsitz im Aufsichtsrat sowie der Vorsitz und die Mitgliedschaft in den Ausschüssen berücksichtigt werden.

Die Mitglieder des Aufsichtsrats sollen neben einer festen eine erfolgsorientierte Vergütung erhalten. Die erfolgsorientierte Vergütung sollte auch auf den langfristigen Unternehmenserfolg bezogene Bestandteile enthalten.

Die Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder soll im Corporate Governance Bericht individualisiert, aufgliedert nach Bestandteilen ausgewiesen werden. Auch die vom Unternehmen an die Mitglieder des Aufsichtsrats gezahlten Vergütungen oder gewährten Vorteile für persönlich erbrachte Leistungen, insbesondere Beratungs- und Vermittlungsleistungen, sollen individualisiert im Corporate Governance Bericht gesondert angegeben werden.

5.4.7 Falls ein Mitglied des Aufsichtsrats in einem Geschäftsjahr an weniger als der Hälfte der Sitzungen des Aufsichtsrats teilgenommen hat, soll dies im Bericht des Aufsichtsrats vermerkt werden.

## 5.5 Interessenkonflikte

5.5.1 Jedes Mitglied des Aufsichtsrats ist dem Unternehmensinteresse verpflichtet. Es darf bei seinen Entscheidungen weder persönliche Interessen verfolgen noch Geschäftschancen, die dem Unternehmen zustehen, für sich nutzen.

### 5.5.1 Ziffer 4.3.6.i gilt entsprechend für die Mitglieder des Aufsichtsrats.

5.5.2 Jedes Aufsichtsratsmitglied soll Interessenkonflikte, insbesondere solche, die auf Grund einer Beratung oder Organfunktion bei Kunden, Lieferanten, Kreditgebern oder sonstigen Geschäftspartnern entstehen können, dem Aufsichtsrat gegenüber offenlegen.

5.5.3 Der Aufsichtsrat soll in seinem Bericht an die Hauptversammlung über aufgetretene Interessenkonflikte und deren Behandlung informieren. Wesentliche und nicht nur vorübergehende Interessenkonflikte in der Person eines Aufsichtsratsmitglieds sollen zur Beendigung des Mandats führen.

5.5.4 Berater- und sonstige Dienstleistungs- und Werkverträge eines Aufsichtsratsmitglieds mit der Gesellschaft bedürfen der Zustimmung des Aufsichtsrats.

## 5.6 Effizienzprüfung

Der Aufsichtsrat soll regelmäßig die Effizienz seiner Tätigkeit überprüfen.

## G. 6. Transparenz

6.1 Der Vorstand wird Insiderinformationen, die die Gesellschaft unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlichen, soweit er nicht im Einzelfall von der Veröffentlichungspflicht befreit ist.

### 6.1.i Immobiliengesellschaften sollen auch Immobiliengeschäfte unverzüglich veröffentlichen,

- 12 -

**deren jeweiliges Gesamtvolumen 5 % des Bilanzwertes der Grundstücke und Gebäude, die als Anlage-, Umlauf- und Beteiligungsvermögen ausgewiesen sind, überschreitet. Dies gilt nicht für Rettungserwerbe durch Kreditinstitute.**

6.2 Sobald der Gesellschaft bekannt wird, dass jemand durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 oder 75 % der Stimmrechte an der Gesellschaft erreicht, über- oder unterschreitet, wird dies vom Vorstand unverzüglich veröffentlicht.

6.3 Die Gesellschaft wird die Aktionäre bei Informationen gleich behandeln. Sie soll ihnen unverzüglich sämtliche neuen Tatsachen, die Finanzanalysten und vergleichbaren Adressaten mitgeteilt worden sind, zur Verfügung stellen.

6.4 Zur zeitnahen und gleichmäßigen Information der Aktionäre und Anleger soll die Gesellschaft geeignete Kommunikationsmedien, wie etwa das Internet, nutzen.

6.5 Informationen, die die Gesellschaft im Ausland aufgrund der jeweiligen kapitalmarktrechtlichen Vorschriften veröffentlicht, sollen auch im Inland unverzüglich bekannt gegeben werden.

6.6 Über die gesetzliche Pflicht zur unverzüglichen Mitteilung und Veröffentlichung von Geschäften in Aktien der Gesellschaft hinaus, soll der Besitz von Aktien der Gesellschaft oder sich darauf beziehender Finanzinstrumente, von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern angegeben werden, wenn er direkt oder indirekt größer als 1 % der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien ist. Übersteigt der Gesamtbesitz aller Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder 1 % der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien, soll der Gesamtbesitz getrennt nach Vorstand und Aufsichtsrat angegeben werden.

Die vorgenannten Angaben sollen im Corporate Governance Bericht enthalten sein.

6.7 Im Rahmen der laufenden Öffentlichkeitsarbeit sollen die Termine der wesentlichen wiederkehrenden Veröffentlichungen (u. a. Geschäftsbericht, Zwischenfinanzberichte) und der Termin der Hauptversammlung in einem "Finanzkalender" mit ausreichendem Zeitvorlauf publiziert werden.

6.8 Von der Gesellschaft veröffentlichte Informationen über das Unternehmen sollen auch über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich sein. Die Internetseite soll übersichtlich gegliedert sein. Veröffentlichungen sollten auch in englischer Sprache erfolgen.

## H. 7. Rechnungslegung und Abschlussprüfung

### 7.1 Rechnungslegung

7.1.1 Anteilseigner und Dritte werden vor allem durch den Konzernabschluss informiert. Während des Geschäftsjahres werden sie zusätzlich durch den Halbjahresfinanzbericht sowie im ersten und zweiten Halbjahr durch Zwischenmitteilungen oder Quartalsfinanzberichte unterrichtet. Der Konzernabschluss und der verkürzte Konzernabschluss des Halbjahresfinanzberichts und des Quartalsfinanzberichts werden unter Beachtung der einschlägigen internationalen Rechnungslegungsgrundsätze aufgestellt.

**7.1.1.i Für die Bewertung von Immobilien sind rechtlich anerkannte Bewertungsmethoden anzuwenden. Diese Bewertungsmethoden sowie Änderungen hiervon sollen unter Angabe der Gründe im Anhang des Jahresabschlusses erläutert werden. Der Geschäftsbericht oder der Anhang soll auch den Marktwert - unter Ausschluss selbstgenutzter Immobilien des Anlagevermögens - angeben sowie die zu deren Ermittlung angewandten Bewertungsmethoden und deren etwaige Änderungen. Soweit kein Marktwert bezogen auf die Einzelimmobilie angegeben wird, sollte eine möglichst große Transparenz durch Angabe von allgemein gültigen (etwa DIX) regionalen und/oder nutzungsspezifischen Clustern erreicht werden, die auf Basis der Einzelmarktwerte ermittelt wurden.**

7.1.2 Der Konzernabschluss wird vom Vorstand aufgestellt und vom Abschlussprüfer sowie vom Aufsichtsrat geprüft. Halbjahres- und etwaige Quartalsfinanzberichte sollen vom Aufsichtsrat oder seinem Prüfungsausschuss vor der Veröffentlichung mit dem Vorstand erörtert werden. Zusätzlich sind die Prüfstelle für Rechnungslegung bzw. die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht befugt, die Übereinstimmung des

September 2010

- 13 -

Konzernabschlusses mit den maßgeblichen Rechnungslegungsvorschriften zu überprüfen (Enforcement). Der Konzernabschluss soll binnen 90 Tagen nach Geschäftsjahresende, die Zwischenberichte sollen binnen 45 Tagen nach Ende des Berichtszeitraums, öffentlich zugänglich sein.

7.1.3 Der Corporate Governance Bericht soll konkrete Angaben über Aktienoptionsprogramme und ähnliche wertpapierorientierte Anreizsysteme der Gesellschaft enthalten.

7.1.4 Die Gesellschaft soll eine Liste von Drittunternehmen veröffentlichen, an denen sie eine Beteiligung von für das Unternehmen nicht untergeordneter Bedeutung hält. Handelsbestände von Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten, aus denen keine Stimmrechte ausgeübt werden, bleiben hierbei unberücksichtigt. Es sollen angegeben werden: Name und Sitz der Gesellschaft, Höhe des Anteils, Höhe des Eigenkapitals und Ergebnis des letzten Geschäftsjahres.

7.1.5 Im Konzernabschluss sollen Beziehungen zu Aktionären erläutert werden, die im Sinne der anwendbaren Rechnungslegungsvorschriften als nahestehende Personen zu qualifizieren sind.

## 7.2 Abschlussprüfung

7.2.1 Vor Unterbreitung des Wahlvorschlags soll der Aufsichtsrat bzw. der Prüfungsausschuss eine Erklärung des vorgesehenen Prüfers einholen, ob und ggf. welche geschäftlichen, finanziellen, persönlichen oder sonstigen Beziehungen zwischen dem Prüfer und seinen Organen und Prüfungsleitern einerseits und dem Unternehmen und seinen Organmitgliedern andererseits bestehen, die Zweifel an seiner Unabhängigkeit begründen können. Die Erklärung soll sich auch darauf erstrecken, in welchem Umfang im vorausgegangenen Geschäftsjahr andere Leistungen für das Unternehmen, insbesondere auf dem Beratungssektor, erbracht wurden bzw. für das folgende Jahr vertraglich vereinbart sind.

Der Aufsichtsrat soll mit dem Abschlussprüfer vereinbaren, dass der Vorsitzende des Aufsichtsrats bzw. des Prüfungsausschusses über während der Prüfung auftretende mögliche Ausschluss- oder Befangenheitsgründe unverzüglich unterrichtet wird, soweit diese nicht unverzüglich beseitigt werden.

7.2.2 Der Aufsichtsrat erteilt dem Abschlussprüfer den Prüfungsauftrag und trifft mit ihm die Honorarvereinbarung.

**7.2.2.i Verträge mit Abschlussprüfern über zusätzliche Beratungsleistungen bei Immobiliengesellschaften sollen dem Aufsichtsrat zur Zustimmung vorgelegt werden, soweit die kumulierten Honorare hieraus 50 % der Vergütung für die jährliche Abschlussprüfung übersteigen. § 114 AktG gilt insoweit entsprechend.**

7.2.3 Der Aufsichtsrat soll vereinbaren, dass der Abschlussprüfer über alle für die Aufgaben des Aufsichtsrats wesentlichen Feststellungen und Vorkommnisse unverzüglich berichtet, die sich bei der Durchführung der Abschlussprüfung ergeben.

Der Aufsichtsrat soll vereinbaren, dass der Abschlussprüfer ihn informiert bzw. im Prüfungsbericht vermerkt, wenn er bei Durchführung der Abschlussprüfung Tatsachen feststellt, die eine Unrichtigkeit der von Vorstand und Aufsichtsrat abgegebenen Erklärung zum Kodex ergeben.

7.2.4 Der Abschlussprüfer nimmt an den Beratungen des Aufsichtsrats über den Jahres- und Konzernabschluss teil und berichtet über die wesentlichen Ergebnisse seiner Prüfung.

## Anhang 2) Fragebogen Experteninterviews



Unternehmen  
Ansprechpartner  
Rolle  
Straße  
Rolle

Prof. Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS  
**IRE|BS** Institut für Immobilienwirtschaft  
Universität Regensburg  
D-93040 Regensburg  
Tel.: +49 (0) 6723 / 9950-90  
Fax: +49 (0) 6723 / 9950-35  
[www.irebs.de](http://www.irebs.de)

Regensburg, den Datum

#### Fragebogen Corporate Governance

Sehr geehrter Herr Ansprechpartner,

im Rahmen des Promotionsvorhabens meines Mitarbeiters, Herrn Dipl.-Kfm. Philip-Christian Ebeling, soll die **Corporate Governance deutscher kapitalmarktorientierter Immobiliengesellschaften** untersucht werden. Im Zentrum der Arbeit steht eine empirische Untersuchung, deren quantitative Ergebnisse Herr Ebeling durch wenige Interviews mit wichtigen Entscheidungsträgern qualitativ absichern und vertiefen möchte.

Untersuchungsgegenstand waren die Jahresabschlüsse aus dem Jahr 2010, Internetauftritte, Unternehmensmitteilungen, Ad-Hoc-Mitteilungen sowie die Governance Berichte der deutschen börsennotierten Immobilienunternehmen, die dem Deutschen Immobilienaktienindex (DIMAX) angehören. Hierbei standen die Unternehmen mit einer hohen Marktkapitalisierung und einem hohem Handelsvolumen im Vordergrund.

Im Zentrum der empirischen Untersuchung und der Interviews steht die Umsetzung des Corporate Governance Kodexes der „Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V.“ in der Hoffnung, aus den Ergebnissen Vorschläge für eine verbesserte Kodex-Akzeptanz und –Umsetzung ableiten zu können.

Herr Ebeling wird sich in den nächsten Tagen bei Ihnen melden, um einen Termin für das Interview zu vereinbaren, für das Sie nicht mehr als 30 Minuten Ihrer Zeit einplanen müssen.

Die Umfrageergebnisse dienen rein wissenschaftlichen Zwecken und werden vertraulich behandelt. Bevor die Ergebnisse in die Arbeit eingehen, bekommen Sie eine Abschrift der Antworten zur Ansicht und Korrektur. Die aggregierten **Ergebnisse der Studie** werden wir Ihnen nach der wissenschaftlichen Auswertung gerne zusenden.

Bei Rückfragen steht Ihnen mein Mitarbeiter selbstverständlich jederzeit gerne zur Verfügung  
(Mobil: 0160-90826784 / Telefon: 0941-9435775 / E-Mail: philip.ebeling@irebs.de).

Über Ihre Mitwirkung bei diesem interessanten Forschungsvorhaben würde ich mich sehr freuen und danke Ihnen herzlich für Ihre Bemühungen.

Mit besten Grüßen



Prof. Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS

Anlage: Fragebogen

## Fragebogen

**„Corporate Governance kapitalmarktorientierter Immobiliengesellschaften –  
Eine empirische Studie zur Umsetzung des Corporate Governance Kodexes in  
der Praxis“**

**Im Rahmen des Dissertationsvorhabens von Philip-Christian Ebeling**

#### Anmerkungen zum Fragebogen

- Die Ergebnisse der Studie werden im Rahmen eines **Dissertationsvorhabens** wissenschaftlich ausgewertet und analysiert.
- Dieser Fragebogen dient dem Ziel, die gegenwärtige Umsetzung und Akzeptanz der Corporate Governance von kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen zu ermitteln und zu verbessern.
- Der Fokus der Untersuchung liegt auf den kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen, die dem DIMAX angehören. Es wurden nur die bedeutendsten Unternehmen des DIMAX in das Sample der Untersuchung aufgenommen. Von den insgesamt 75 Immobilienunternehmen im DIMAX wurden die 25 wichtigsten hinsichtlich Marktkapitalisierung 2010 und Handelsvolumen 2010 bestimmt. Die meisten Unternehmen weisen sowohl eine hohe Marktkapitalisierung als auch ein hohes Handelsvolumen auf.
- Die Auswertung der versandten Fragebögen fließt in eine Dissertation ein und dient somit rein wissenschaftlichen Zwecken.
- Die Abschrift Ihrer Antworten geht Ihnen zur Ansicht und für Korrekturen zu.
- Für Rückfragen stehe ich Ihnen gerne jederzeit unter den folgenden Kontaktdaten zur Verfügung:

Herrn Philip-Christian Ebeling  
IRE|BS Institut für Immobilienwirtschaft  
Universität Regensburg  
Vielberth-Gebäude Raum 221  
D-93040 Regensburg

Telefon: +49 (0)941 / 943577-5  
Mobil: +49 (0)160 / 90826784  
Telefax: +49 (0)6723 / 9950-35  
E-Mail: philip.ebeling@irebs.de

**Vielen Dank für Ihre Unterstützung!**

### Die Fragen

**(I)** Ich würde Ihnen gerne zentrale Ergebnisse meiner empirischen Untersuchung, den Umsetzungsgrad des Corporate Governance Kodexes von kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen betreffend, vorstellen und wäre dankbar um Ihre Einschätzung, ob ich mit meinen Interpretationen richtig liege:

- a. Es scheint als ob größere Unternehmen einen höheren Umsetzungsgrad des Kodexes aufweisen als kleinere. Warum ist dies Ihrer Meinung nach der Fall?
- b. Bei klaren quantitativen Vorgaben in unpopulären Bereichen ist der Anteil an „Nein“ und „K.A.“ (Keine Angaben) überdurchschnittlich hoch. Gewollt oder Zufall?
- c. Bei 100% Umsetzung der Kodexziffern vermute ich: weil die Formulierungen zu vage und unverbindlich und ohne Trennschärfe sind.
- d. Wo aussagearm (fehlende / wenige Angaben) vermute ich:
  - i. Die Unternehmen meinen, sensible Daten preiszugeben (z.B. Angaben zu Gehältern und Frauenquoten).
  - ii. Die Unternehmen halten den abgefragten Sachverhalt, berechtigter- oder unberechtigterweise, für irrelevant.
  - iii. Innovationsdefizite der Unternehmenskultur (z.B. Nutzung von ICT).
  - iv. Die Unternehmen sind nicht auf dem aktuellen Stand der Kodexfassung (Befolgung eines veralteten Kodexes und Angaben hierzu).

Ist Ihnen das plausibel? Andere Gründe für diese Verteilung?

**(II)** Ist der Grundgedanke des Kodexes Ihrer Meinung nach richtig?

- a. Von Anregungen kann ohne Angaben von Gründen abgewichen werden.
- b. Von Empfehlungen kann abgewichen werden wenn dies unter Angabe von Gründen in der Entsprechenserklärung kenntlich gemacht wird.
- c. Bestimmungen müssen befolgt werden.

**(III)** Mein Vorschlag für die wolkigen Formulierungen wäre, sie trennschärfer zu formulieren oder zu eliminieren (Ballast abwerfen)? Was meinen Sie? Ist der Corporate Governance Kodex Ihrer Meinung nach zu umfangreich?

**(IV)** Kennen Sie neben dem Deutschen Corporate Governance Kodex noch weitere Corporate Governance Kodizes oder Richtlinien?

**(V)** Wie könnte eine Zusammenarbeit aussehen? Oder ist es besser mehrere getrennte Kodizes beizubehalten?

**(VI)** Welchen Vorteil sehen Ihrer Meinung nach Unternehmen darin, mehr als einen Kodex / Richtlinien zu befolgen (z.B. RICS, ARES, ERES, EPRA)?

**(VII)** Machen Ihres Erachtens die „Zertifizierung“ der Initiative Corporate Governance und die IDW PS 980 den Corporate Governance Kodex überflüssig?

**(VIII)** Ist der Corporate Governance Kodex Ihrer Meinung nach positiv zu bewerten? Oder ist er nicht nötig / zu kostspielig?

**(IX)** Wäre es hilfreich, die Form des Corporate Governance Berichts verbindlich zu gestalten?

**(X)** Wie sehen Sie die Zukunft des Deutschen Governance Kodex allgemein? Und des immobilien-spezifischen im Besonderen?



## Anhang 3) Interview Herr Olivier Elamine

Mr. Olivier Elamine is a founding member of the alstria office REIT-AG and CEO of the company since November 2006.

*P.E.: I would like to show you the main results of my empirical analysis regarding the implementation of the corporate governance code by real estate corporations and would be grateful for your views:*

*a. It seems as if bigger corporations have a higher implementation-degree of the code than smaller corporations. Why do you think this is the case?*

**Elamine:** I don't think that this is really surprising. It is probably linked to the fact that bigger corporations have more resources and a wider shareholder base. Our company has a legal counsel which you might not have in smaller corporations. One part of the job of the legal counsel is to make sure that we comply with the corporate governance code. So I think it is a question of resources more than anything else.

*P.E.: b. In regard to clear quantitative guidelines in unpopular areas the percentages of "no" and "no declaration" seem to be especially high. Coincidence or intentional?*

**Elamine:** I actually don't think it is coincidence. I think it is intentional because it is much easier to answer a question with a vague answer than with a precise number.

*P.E.: c. When requirements are being followed a hundred percent I assume: because they are too vague, without any obligation.*

**Elamine:** It might be the case that they are obvious. The management of the company needs to do everything in the best interest of the company, for example it is obvious that you need to obey the law. So it is not the question if it is too vague; certain things are just done and don't need to be mentioned in every detail in the annual report.

*P.E.: d. Where paragraphs are incomplete I suppose:*

*i. The corporations are afraid to divulge sensible data (e.g. information regarding salaries or female quotes).*

**Elamine:** I don't know why companies would not answer. They might just answer "We don't do it".

*P.E.: ii. The corporations think that the demanded facts are irrelevant.*

**Elamine:** There are a number of things out of the corporate governance code we consider irrelevant but one should still answer. I don't see any good reason why somebody would not answer. It is "bad faith" not answering.

*P.E.: iii. Innovation deficits (e.g. use of ICT).*

**Elamine:** Sometimes companies don't have a website or at least not a website containing all the demanded data. In my opinion that is more a lack of resources.

*P.E.: iv. The corporations do not follow the current corporate governance code.*

**Elamine:** That is "bad faith" as well. That could be a lack of resources (e.g. no legal counsel). Companies may not know that the code changed.

*P.E.: (II) In your opinion, is the basic idea of the Code right?*

*a. Companies can deviate from suggestions (Anregungen) without explaining the reasons.*

*b. Companies can deviate from recommendations (Empfehlungen) if they explain the reason for non compliance in the "Entsprechenserklärung".*

*c. Regulations (Bestimmungen) have to be followed.*

**Elamine:** My opinion is that, in principle, if you want to have a code than it makes sense to offer some kind of flexibility in the way companies have to apply it and the codes should not be too rigid. It is very difficult to make a code that is suitable for everybody and by definition the code is a consensual document where different people may have different views on certain points. One could say that what the consensus indicates is the truth. Starting from this consensus you can explain why certain things do not apply to your company and why your company has a different view on certain points.

An example: in the German Corporate Governance Code there is the obligation or at least the recommendation that part of the supervisory board member remuneration is linked to the share price performance. We have a lot of international investors who would actually oppose this and consider it very bad practice. So it is not because it is in the code that it is necessarily right, and it is not because the investors oppose it that it is necessarily wrong. It is just that there are different opinions and views depending where you are standing and how you look at things.

*P.E.: Let's come back to the regulations (Bestimmungen). They have to be applied by the companies anyway. Wouldn't it be better to take them out of the code?*

**Elamine:** As I said, for me the obvious things should not be in the code.

*P.E.: (III) My suggestion for the unclear phrasing would be to either word them more precisely or to eliminate them. What do you think? Is the corporate governance code too voluminous?*

**Elamine:** I don't know what phrase in particular you are looking at but I am sure that the reason why they are not clear is because there has been a lot of discussion about how they should be drafted. Sometimes, and this is where all of the codes are a bit weak, codes come from a consensus base analysis. In order to reach a consensus sometimes some wording acceptable by everyone is needed. Usually it is on the more difficult issues where weak wording can be found and that simply reflects the fact that the discussed point is not consensual. I think in theory you might say "let's take it out" or "let's have a more precise wording" but in practice when you are in a discussion where you put those things together people who would want a more detailed formula in the end will accept a weak one rather than have nothing. At least it shows that you care.

One would really need to look at it on a point to point basis and see if it is a very conflictual issue. From my point of view when it is conflictual you want to end up at least with something.

*P.E.: (IV) Do you know codes or regulations other than the German corporate governance code?*

**Elamine:** There are a lot of other regulations. I know there is a France corporate governance code and we also received a corporate governance code from investment funds.

*P.E.: (V) Could you imagine some kind of cooperation between them or is it better to maintain multiple separated codes?*

**Elamine:** Firstly, I rarely had any investor asking any question about the German Corporate Governance Code. I think that for them the code is not the main thing to look at.

All the different institutions have their own rules / codes and will check only if your company applies their rules. At the end everybody only cares about his own code. It is illusive to come up with a global code that would apply the same way everywhere. For one simple reason: a lot of this is cultural. There are cultural differences between different countries, even between France and Germany. For example in Germany you don't have a one tier board whereby in France it is pretty common. Already these differences make it difficult to elaborate one single document.

*P.E.: There are not only differences between the different national codes but also between the different codes / regulations in the same country (e.g. German Corporate Governance Code, RICS, INREV). From your point of view as a CEO, would it not be easier to have one single code in Germany for companies to follow?*

**Elamine:** No, I don't think so. I would rather say that companies don't care too much about the different codes and about how they should be applied. I don't expect a code to tell me what I need to do and what I don't need to do. We usually don't ask ourselves: should we do it or not? We just do it. The code is not guiding us, we do things and then we report what the different codes ask us to report. By doing so it happens that we match the code for 98%. I think it would be sad if people were to do things only because they are in the code.

In the code there is nothing about business; it contains questions related to ethics, business behavior and culture within the company. It is not linked to the underlying business and companies just do what they think is right, regardless of what the code says.

*P.E.: (VI) What advantages do companies see in following more than one code / directive (e.g. RICS, ARES, ERES, EPRA)?*

**Elamine:** We don't follow directives, we just do what we think is right and then eventually we end up following all the codes.

*P.E.: (VII) Do the certification of the "Initiative Corporate Governance" and the IDW PS 980 make the corporate governance code redundant?*

**Elamine:** I know the initiative by name and I know the IDW PS 980. From my perspective to believe that corporate governance can be actually audited is wrong. CG is more a question of behavior rather than of process and auditing. A company can have a compliance officer and a risk management system in place but if the people who are behind all these processes do not behave properly, certifications and audits will not save them. There are a couple of high profile cases in Germany where big corporations were involved. Some of them who actually helped to draft the code, ended up in big scandals by not having the right people in place so that wrong decisions at the wrong time were taken. I don't think CG is something you can audit. You can have an auditor saying "your compliance is perfect" but at the same time you might have a company that is not performing in the way it is supposed to perform. CG is something that needs to be more culturally implemented within companies that something that can be driven with processes.

*P.E.: (VIII) Is the German Corporate Governance Code a positive thing? Or is it not necessary / too expensive?*

**Elamine:** I think it is neither positive, nor negative. I think it is good to have, because at least it gives companies some boundaries. It tells them what the German market expects you to be doing for whatever reason. It shows companies a kind of a playfield. Each time companies step outside this playfield they might ask themselves: Should we really be doing this? It is a nice thing to have. It doesn't bring too much added value but now that it exists it doesn't hurt anybody.

*P.E.: (IX) Would it be helpful to make the format of the corporate governance report mandatory?*

**Elamine:** I am not sure, I think you might argue. The way our corporate governance report is published is: that information can be found on that page of that document. As long as you cross-reference your documents and basically tell people where they can find information it should be okay. Obviously all the information can be put somewhere but then you might have multiple documents which are all repeating the same information many times over. This is time

consuming. I think that if people are really interested in the information they would also take the time to look for it. And free information is not really helpful.

*P.E.: (X) How do you see the future of the German corporate governance code in general? And how do you see the future of the specific real estate code?*

**Elamine:** I couldn't tell you about the future of the specific real estate code. In my opinion we don't really need one. Why would you add a real estate code on top of the German CG code? The codes are supposed to deal with ethic and I don't think that ethic has a different meaning in real estate than it has in banking, retail or industry. The concept of ethic is something which should pervade any kind of industry. I would actually feel a bit sad that somebody would have to come up with a specific real estate code. Which then would mean that you have to go much more into detail and educate people in the real estate industry a bit more than in other industries. That would not be a good signal for our industry. The general German CG Code, as I said before, as far as I am concerned, is more than anything else a legal document that we report on. We don't really follow the way it is developing, we just deal with it. Whether it exists or not does not change the way we are behaving. Ethic should be an intrinsic part of industry and in my opinion there is no specific ethic related to real estate.

## Anhang 4) Interview Herr Ullrich Höller FRICS

Herr Ulrich Höller FRICS ist Vorsitzender des Vorstandes der DIC ASSET AG. Weiterhin ist er Vizepräsident des Zentralen Immobilien Ausschusses (ZIA) sowie Vorstand der European Public Real Estate Association (EPRA).

Das Interview wurde telefonisch am Montag, den 18. Februar 2013 geführt.

*P.E.: (I) Ich würde Ihnen gerne zentrale Ergebnisse meiner empirischen Untersuchung, den Umsetzungsgrad des Corporate Governance Kodexes von kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen betreffend, vorstellen und wäre dankbar um Ihre Einschätzung, ob ich mit meinen Interpretationen richtig liege:*

*a. Es scheint als ob größere Unternehmen einen höheren Umsetzungsgrad des Kodexes aufweisen als kleinere. Warum ist dies Ihrer Meinung nach der Fall?*

**Höller:** Warum ist das der Fall? Logischerweise weil größere Unternehmen dafür organisatorisch besser gerüstet sind und dafür Strukturen schaffen müssen, weil sie in der Regel kapitalintensiver und damit kapitalmarktabhängiger sind. Das ist ein Anreiz, den Governance Kodex und überhaupt Governance Rahmenbedingungen zu leben.

*P.E.: b. Bei klaren quantitativen Vorgaben in unpopulären Bereichen ist der Anteil an „Nein“ und „K.A.“ (Keine Angaben) überdurchschnittlich hoch. Gewollt oder Zufall?*

**Höller:** Ich glaube, es ist schlicht und ergreifend eine Frage der Gewöhnung. Wenn Trends gesetzt werden, denen man sich nicht mehr entziehen kann, zum Beispiel in der Frage der Vorstandsgehälter, dann steigt auch der Anteil jener, die dazu Angaben machen. Solange da noch der Gewohnheitsaspekt ist, dass man, locker gesprochen damit „durchkommt“, sich zu diesem Thema nicht zu äußern, ist der Antrieb zu schwach. Das ist wesentlich eine Frage der Zeit, wie lange es sich vermeiden lässt, Angaben zu machen.

*P.E.: c. Bei 100% Umsetzung der Kodexziffern vermute ich: weil die Formulierungen zu vage und unverbindlich und ohne Trennschärfe sind.*

**Höller:** Diese Annahme ist sicherlich richtig. Wenn die Formulierung unverbindlich und damit ungefährlich ist, wird geantwortet. Wenn die Frage konkreter wäre, würde man sich wünschen, auch 100% Angaben zu bekommen, aber es steht zu befürchten, dass dann die Quote etwas niedriger liegen würde.

*P.E.: d. Wo aussagearm (fehlende / wenige Angaben) vermute ich:*

*i. Die Unternehmen meinen, sensible Daten preiszugeben (z.B. Angaben zu Gehältern und Frauenquoten).*

*ii. Die Unternehmen halten den abgefragten Sachverhalt, berechtigter- oder unberechtigterweise, für irrelevant.*

*iii. Innovationsdefizite der Unternehmenskultur (z.B. Nutzung von ICT).*

*iv. Die Unternehmen sind nicht auf dem aktuellen Stand der Kodexfassung (Befolgung eines veralteten Kodexes und Angaben hierzu).*

**Höller:** Auch diese Vermutungen scheinen mir richtig. Die Frage ist aber: warum machen Unternehmen zu bestimmten Fragen keine Angaben? Doch weil sie meinen, nicht das zu erfüllen, was die Öffentlichkeit erwartet. Bei den Vorstandsgehältern ist es eben so, dass die wenigstens sich da in die Karten schauen lassen wollen. Der CG Bericht wird ja vom Vorstand abgegeben und offenbar scheint es vielen bequemer, solchen Angaben aus dem Weg zu gehen, weil sie ihre Gehälter nicht preisgeben wollen. Auch weil es natürlich nichts Angenehmes ist, wenn das Gehalt detailliert im Geschäftsbericht angegeben ist. Auch die anderen genannten Punkte scheinen mir umfassend zu begründen, warum zu bestimmten Fragen so oft keine Angaben gemacht werden.

Im Prinzip wird der Kodex, da muss man ehrlich sein, von vielen Unternehmen wie ein Trend wahrgenommen, an dem man nicht vorbeikommt. Anschließend wird geschaut, wie die Angaben zum Kodex sein müssen oder ob es eventuell noch eine Wahlbreite innerhalb des Kodex gibt, diese wird dann eben von einigen ausgenutzt. Weil sie es zum Beispiel nicht mögen, dass ihre Gehälter preisgegeben werden. Das ist eben auch teilweise der Gewöhnungseffekt.

*P.E.: (II) Ist der Grundgedanke des Kodexes Ihrer Meinung nach richtig?*

*a. Von Anregungen kann ohne Angaben von Gründen abgewichen werden.*

*b. Von Empfehlungen kann abgewichen werden wenn dies unter Angabe von Gründen in der Entsprechenserklärung kenntlich gemacht wird.*

*c. Bestimmungen müssen befolgt werden.*

**Höller:** Ich finde, für die Abweichung von Anregungen sollten Gründe ebenso angegeben werden müssen wie das bei den Empfehlungen der Fall ist, während Bestimmungen natürlich befolgt werden müssen.

*P.E.: (III) Mein Vorschlag für die wolkigen Formulierungen wäre, sie trennschärfer zu formulieren oder zu eliminieren (Ballast abwerfen)? Was meinen Sie? Ist der Corporate Governance Kodex Ihrer Meinung nach zu umfangreich?*

**Höller:** Der Corporate Governance Kodex ist schon sehr umfangreich. Ich merke das jedes Mal, wenn eine neue Erklärung ansteht und dazu die Fakten ermittelt und zusammengestellt werden müssen: das ist schon ein kosten- und zeitintensiver Prozess. Wobei Zeit ja auch Kosten bedingt, die je nach Größe des Unternehmens ins Gewicht fallen. Wir sind zum Beispiel ein Unternehmen im oberen Mittelfeld, aber wir sind noch nicht so weit, uns einen eigenen Stab zu leisten, der sich um diese Themen kümmert. Die Entsprechungserklärung wird von den Investors Relations und dem Vorstand mitgemacht und das ist schon, ich will nicht sagen lästig, aber doch anstrengend und zeitintensiv und mit einem erheblichen Aufwand verbunden. Wenn man eine breite Durchsetzung des CGK will, darf er auf keinen Fall noch umfangreicher werden. Eine Alternative wäre, ihn in unterschiedlichen Versionen auf größere und kleinere Unternehmen anzupassen. Und nochmal: wir sind schon eine ganz ordentliche Größe als Immobilienunter-

nehmen, ohne Zweifel tun sich kleinere Unternehmen deutlich schwerer, den CGK umzusetzen und Entsprechungserklärungen zu erstellen.

Bestimmungen könnten zwar rausgenommen werden, das wäre aber Augenwischerei, letztendlich gehören sie ja zum Thema dazu und hierzu sollte erst recht Stellung genommen werden.

*P.E.: (IV) Kennen Sie neben dem Deutschen Corporate Governance Kodex noch weitere Corporate Governance Kodizes oder Richtlinien?*

**Höller:** Zu nennen wären etwa die Nachhaltigkeitskodizes. Hier hat man den Eindruck, dass Nachhaltigkeitsthemen nicht immer von unserer Zielgruppe, den Anlegern, auch wirklich so gesehen und bewertet werden. Gleichzeitig bedeutet der Nachhaltigkeitsbericht einen hohen Aufwand, während er bei vielen Investoren insgesamt keine große Beachtung zu finden scheint. Es ist fast so, dass man es machen muss, weil vielleicht der eine oder andere Wettbewerber es macht, und sich manchmal fragt, ob es den ganzen Aufwand wert ist. Man muss es vermutlich als Zukunftsarbeit ansehen.

Dann gibt es von der EPRA zum Beispiel bei den börsennotierten Gesellschaften jede Menge Rahmenbedingungen, Richtlinien, an denen man sich orientieren muss. Es ist schon alles wahn-sinnig arbeits- und aufwandsintensiv.

*P.E.: (V) Wie könnte eine Zusammenarbeit aussehen? Oder ist es besser mehrere getrennte Kodizes beizubehalten?*

**Höller:** Nein, man kann die Kodizes nicht zusammenwerfen. Es müsste eher irgendwo eine übergeordnete Instanz geben, vielleicht sogar aus der Verbandslandschaft, zum Beispiel aus dem ZIA oder einer ähnlichen Organisation, die Maßgrößen vorgibt und mit den ganzen CG Organisationen zusammen arbeitet.

*P.E.: (VI) Welchen Vorteil sehen Ihrer Meinung nach Unternehmen darin, mehr als einen Kodex / Richtlinien zu befolgen (z.B. RICS, ARES, ERES, EPRA)?*

**Höller:** Mehr als einen Kodex zu befolgen hat keine Vorteile. Nehmen wir etwa EPRA. EPRA hat eine große Bedeutung bei internationalen Investoren, die ein bestimmtes Format von Reporting gewöhnt sind. Es ist fast so ein Zwang, dem man da folgt und jeder sucht sich eben die Kodizes aus, von denen er am ehesten meint, dass sie seine Zielgruppen zufrieden stellen. Ein Unternehmen wie unseres deckt die Themen weitestgehend ab. Organisationen wie die EPRA sind sehr stark, die Zusammenarbeit von EPRA mit RICS oder anderen wäre zu begrüßen, weil im Moment wirklich zu viele unterschiedliche Kodizes auf dem Markt sind.

*P.E.: (VII) Machen Ihres Erachtens die „Zertifizierung“ der Initiative Corporate Governance und die IDW PS 980 den Corporate Governance Kodex überflüssig?*

**Höller:** Die Zertifizierung ist ein gutes Beispiel. Unser CFO und ich haben das Thema besprochen. Eine Zertifizierung hätte einen großen Aufwand bedeutet und es gab die Überlegung, da-



für einen Auftrag nach außen zu vergeben, was natürlich mit erheblichen Kosten verbunden gewesen wäre. Das steigert natürlich nicht die Akzeptanz des Zertifizierungsverfahrens. Das Thema hat uns eine Zeit lang begleitet und gleichzeitig haben wir den Eindruck gewonnen, dass auch viele andere Unternehmen diesen Aufwand scheuen. Warum, so stellt sich dann die Frage, sollen wir an dieser Stelle viel Zeit und Geld aufwenden mit dem Risiko, dass bis zur Umsetzung schon das Folgejahr angebrochen ist.

Beim CGKI, den wir mit unterschrieben haben, kann ich mich entsinnen, dass in den Anfangsjahren selbst viele Mitglieder und Personen, die in den Gremien saßen, den Kodex nicht akzeptiert haben.

Es müsste generell viel härter „abgestraft“ werden. Wenn man als Unternehmen noch nicht mal den Kodex unterschreibt, kann man sich den Rest der Diskussion eigentlich sparen.

*P.E.: (VIII) Ist der Corporate Governance Kodex Ihrer Meinung nach positiv zu bewerten? Oder ist er nicht nötig / zu kostspielig?*

**Höller:** Selbstverständlich ist der Corporate Governance Kodex positiv zu bewerten. Gerade in einer Branche wie der unsrigen, die mit einem negativen Image zu kämpfen hat, fand und finde ich ihn einen absoluten Schritt nach vorn, der sich natürlich als Schuss nach hinten entpuppt, wenn der Kodex nicht auf der soliden Basis einer breiter Akzeptanz der Mitgliedern steht.

*P.E.: (IX) Wäre es hilfreich, die Form des Corporate Governance Berichts verbindlich zu gestalten?*

**Höller:** Ja, das wäre absolut hilfreich. Es gälte, die Festlegungen auf ihre Sinnhaftigkeit zu überprüfen und sie dann verbindlich zu machen. Um es an einem anderen Beispiel zu explizieren: Warum haben die Betroffenen Probleme mit Nachhaltigkeitsberichten? Bei neuen Immobilien ist das ein geringeres Problem aber auch schon sehr aufwendig. Aber die Welt ist voll mit älteren Immobilien, bei denen ein Nachhaltigkeitsbericht wesentlich aufwendiger ist. Hier gälte es, deutlich niedrigere, aber dafür handhabbare Standards zu setzen, um dadurch die Akzeptanz von Nachhaltigkeitsberichten zu erhöhen. Andernfalls werden jene sich auf absehbare Zukunft nicht auf breiter Linie durchsetzen.

Zur Frage „Wäre es hilfreich, die Form des CG Berichts verbindlich zu gestalten“; Antwort: Ja.

*P.E.: (X) Wie sehen Sie die Zukunft des Deutschen Governance Kodex allgemein? Und des immobilienspezifischen im Besonderen?*

**Höller:** Die letzten beiden Vorsitzenden des DCGK-Komitees haben sich nicht an eine der Hauptregeln des Kodex gehalten „Der Vorstandsvorsitzende soll nicht direkt Aufsichtsratsvorsitzender werden“. So ein Verhalten ist für die Kodex-Akzeptanz natürlich auch nicht unbedingt förderlich.

Zur Zukunft des immobilienpezifischen Kodex: da wird noch Dynamik reinkommen und er wird sich weiterentwickeln, davon bin ich von überzeugt. Er ist jetzt angekommen, etabliert, und jeder weiß, dass es ihn gibt. Letztendlich müssen mehr Organisationen wie die ZIA mit eingebunden werden, die über ihre Macht als Verbände gebündelte Maßnahmen ergreifen können. So erreicht man auch eine höhere Akzeptanz und schafft Notwendigkeiten, denen niemand sich entziehen kann. Im Moment gibt es noch zu viele Einzelinitiativen.

## Anhang 5) Interview Herr Prof. Dr. Wolfgang Schäfers

Herr Prof. Dr. Wolfgang Schäfers ist Sprecher des Vorstands der IVG Immobilien AG und verantwortlich für Caverns, Corporate Communication & Capital Markets, Corporate Development, CS & Research, Human Resources sowie Risk & Process Management. Weiterhin ist Prof. Dr. Wolfgang Schäfers Inhaber des Lehrstuhls für Immobilienmanagement am IRE|BS Institut für Immobilienwirtschaft der Universität Regensburg.

Das Interview wurde am Mittwoch, den 31. Oktober 2012 in Regensburg geführt.

*P.E.: Ich würde Ihnen gerne zentrale Ergebnisse meiner empirischen Untersuchung, den Umsetzungsgrad des Corporate Governance Kodexes von kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen betreffend, vorstellen und wäre dankbar um Ihre Einschätzung, ob ich mit meinen Interpretationen richtig liege:*

- a. Es scheint als ob größere Unternehmen einen höheren Umsetzungsgrad des Kodexes aufweisen als kleinere. Warum ist dies Ihrer Meinung nach der Fall?*

**Schäfers:** Das hängt natürlich mit der organisatorischen Verfassung der Unternehmen zusammen. Größere Unternehmen haben in der Regel auch eine höhere organisatorische Verfassung, haben einen größeren „Wasserkopf“, und können sich dadurch die anfallenden Aufwendungen, seien es auch nur Personalaufwendungen, eher leisten. Ein zweiter Grund ist sicherlich, dass die Unternehmen, insbesondere wenn es börsennotierte Unternehmen sind, häufiger auch in einschlägigen Indizes notiert sind. Wenn ein Unternehmen im Dax, MDax oder SDax eine entsprechende Bedeutung hat, dann gehört es einfach zum guten Ton, eine Entsprechenserklärung zu unterzeichnen. Ansonsten ist zwar die Indexzugehörigkeit nicht unbedingt gefährdet, aber man wird zum „schwarzen Schaf“.

*P.E.: Bei klaren quantitativen Vorgaben in „unpopulären“ Bereichen des CGKI ist der Anteil an „Nein“ und „K.A.“ (Keine Angaben) überdurchschnittlich hoch. Gewollt oder Zufall? Bei 100% Umsetzung der Kodexziffern hingegen vermute ich, dass die Formulierungen zu vage und unverbindlich und ohne Trennschärfe sind.*

*Wo aussagearm (fehlende / wenige Angaben) vermute ich:*

- i. Die Unternehmen meinen, sensible Daten preiszugeben (z.B. Angaben zu Gehältern und Frauenquoten).*
- ii. Die Unternehmen halten den abgefragten Sachverhalt, berechtigter- oder unberechtigterweise, für irrelevant.*
- iii. Innovationsdefizite der Unternehmenskultur (z.B. Nutzung von ICT).*
- iv. Die Unternehmen sind nicht auf dem aktuellen Stand der Kodexfassung (Befolgung eines veralteten Kodexes und Angaben hierzu).*

*Ist Ihnen das plausibel? Andere Gründe für diese Verteilung?*

**Schäfers:** Man muss berücksichtigen, dass die Immobilienbranche per se vergleichsweise intransparent ist oder zumindest war und sie sich in Deutschland erst seit ungefähr zwanzig Jahren verstärkt akademisiert und damit professionalisiert hat. Das erklärt auch, dass bestimmte Themen, die in der Nicht-Immobilienwirtschaft gang und gäbe sind, hier immer mit einem Zeitversatz von 3 – 5 Jahren aufgegriffen und umgesetzt wurden. Insoweit verwundern die hohen Nicht-Angabe-Quoten nicht, wenn es in diese sensitiven Bereiche geht. Das hat auch etwas mit dem Spannungsfeld von Transparenz und Komplexität zu tun: Wenn man alles in öffentlich zugänglichen Dokumenten publiziert, kann das jeder nachlesen und wenn man dann die Angaben, nehmen wir als Beispiel die Vorstandsgehälter, von außen nicht richtig nachvollziehen kann, werden sie falsch interpretiert. Heute werden beispielsweise große Teile der Gesamtvergütung gestreckt und an Bedingungen geknüpft, die in der Zukunft erst einmal eintreten müssen. Ob sie eintreten, weiß man aber nicht. In den Berichten werden aber alle Komponenten aufgeführt, werden aufaddiert und unter dem Strich steht summarisch eine schöne Zahl. Von dieser wird aber möglicherweise nur die Hälfte oder weniger tatsächlich zur Auszahlung gebracht. Da sind Fehlerinterpretationen natürlich vorbestimmt. Das würde ich als primären Grund sehen, warum eine Neigung besteht, auf bestimmte Themen nicht näher einzugehen.

Beim Thema Frauenquote bekam der Kodex per se und die Abgabe der Entsprechenserklärung plötzlich einen besonderen Charakter - obwohl es kein Gesetz, sondern lediglich eine Empfehlung ist. Man war sozusagen ein „schwarzes Schaf“, wenn man der Empfehlung nicht folgte. Das wurde insbesondere von den Juristen in den Aufsichtsräten und in den Vorständen stark hinterfragt und natürlich auch kritisiert. Da ist der Kodex, möglicherweise dem Zeitgeist geschuldet, ein bisschen über das Ziel hinausgeschossen. Mit Blick auf das Thema Frauenquote ist für die Immobilienwirtschaft zu sagen, dass wir, bedingt durch den geringen Organisationsgrad und die männliche Dominanz in dieser Branche, sehr wenige weibliche Führungskräfte haben. Das ist, soweit ich es beurteilen kann, bei fast allen Immobilienunternehmen der Fall. Mithin kommt hier die Nähe von Immobilien- und Bauwirtschaft zum Tragen. Wenn dann „von oben“ eine Frauenquote von 30-40% verordnet wird und dies in möglichst kurzer Zeit umgesetzt werden soll, tun sich die Unternehmen einfach schwer. Unter langfristigen Gesichtspunkten halte ich allerdings eine verstärkte Präsenz von Frauen in den Fach- und Führungsgremien für wesentlich. Durch die zunehmende Akademisierung der Branche strömen immer mehr junge Frauen nach einem entsprechenden Studium in die Immobilienwirtschaft. Zudem ist auch der demographische Faktor zu berücksichtigen. Wenn das Arbeitspotential nicht ausgereizt wird und nicht genügend Arbeitszeitmodelle geschaffen werden, mit deren Hilfe Beruf und Familie für Frauen besser vereinbart werden können, dann haben wir auch als Immobilienwirtschaft auf allen Fach- und Führungsebenen in der Zukunft ein Problem. Insoweit ist das ein grundsätzliches Thema und hat mit dem Kodex nichts zu tun.

*P.E.: Vor allem bei den Vorstandsgehältern, die einen überproportional hohen Anteil der Kodexziffern ausmachen, sind die Angaben besonders lückenhaft. Gibt es Vorschläge, um diesen Umstand zu verbessern?*

**Schäfers:** Es gibt immer wieder die Diskussion, ob man die Gehälter für den Gesamtvorstand oder für einzelne Vorstände angibt. Zum guten Ton gehört es, dass man sie für den Gesamt-

vorstand angibt aber mit Einzelausweis für die einzelnen Vorstände. Ich bin mir auch nicht sicher, ob diese Transparenz, die damit geschaffen wurde, am Ende auch tatsächlich hilft, das jeweilige Unternehmen besser zu verstehen. Es könnte auch eine Option sein, lediglich die Struktur des Vergütungssystems und die Gesamtvergütungszahlen darzustellen. Das Gegenargument ist, dass man im Rahmen des Einzelausweises besser erkennen kann, wie die Performance eines einzelnen Vorstandes ist und besser nachvollziehen kann, warum er beispielsweise befördert, nicht befördert oder warum er möglicherweise keine Verlängerung seines Vertrages erhält. Die Vergütungssysteme sind heute teilweise so komplex, dass man sie von außen gar nicht verstehen kann. Hierfür muss man im Inneren des Unternehmens stehen und alle Facetten kennen. Insoweit ist das, nach meiner persönlichen Auffassung, teilweise „overdoing“ und verbessert nicht die Transparenz und die Corporate Governance.

*P.E.: Auf diese Diskrepanzen bin ich auch gestoßen. Die IVG ist beispielsweise sehr transparent. Anderen Unternehmen sind viel intransparenter. Dort lässt sich beispielsweise nicht feststellen welche die langfristige Komponente ist und wie sie berechnet wird.*

**Schäfers:** Das wichtigste bei dem Thema ist doch, dass eine Gleichschaltung der Interessen von Aktionären und Managern stattfindet, um das Prinzipal-/Agent-Problem zu lösen. Das war beispielsweise bei der IVG bis 2009 auch nicht der Fall und hat dann zu einer entsprechenden Kritik geführt. Wir haben daraufhin in unserem Haus eine eigene Vorgehensweise entwickelt, die versucht, die vielen Facetten zu berücksichtigen. Ein solches System kann sich natürlich auch ins Gegenteil verkehren. So kann es passieren, dass die Motivations- / Anreizwirkung verloren geht. Gerade in Krisenzeiten ist die Unternehmenssteuerung eine besondere Herausforderung. Inwieweit sind die Vergütungssysteme, die wir bislang kennen, auch geeignet, unterschiedliche Phasen der Unternehmensentwicklung adäquat abzubilden? Mithin sind wir hierbei in einem Lernprozess, und das gilt für alle Unternehmen und nicht nur für die Immobilienwirtschaft.

*P.E.: Sie meinen es ist ein Prozess, der sowieso stattfinden wird.*

**Schäfers:** Richtig.

*P.E.: Ist der Grundgedanke des Kodexes Ihrer Meinung nach richtig?*

- a. Von Anregungen kann ohne Angaben von Gründen abgewichen werden.*
- b. Von Empfehlungen kann abgewichen werden wenn dies unter Angabe von Gründen in der Entsprechenserklärung kenntlich gemacht wird.*
- c. Bestimmungen müssen befolgt werden.*

**Schäfers:** Grundsätzlich ist es absolut richtig, dass man einen Kodex eingeführt hat. Die Immobilienwirtschaft macht es ja deutlich: je mehr Normen aufgestellt werden, desto besser kann man sich wie Leitplanken daran orientieren und desto schneller kann man den notwendigen Wandel vollziehen. Das gilt ja nicht nur für den CGK, sondern auch für die EPRA- und die INREV-Richtlinien und die gif-Kennzahlen. Das hilft einer Branche, sich zu professionalisieren und je schneller sie sich professionalisiert, desto schneller wird sie im nationalen und internati-

onalen Branchenvergleich auf Akzeptanz stoßen. Heute setzt sich diese Erkenntnis auch bis hin zu den Verbänden fort. Ein ZIA wurde vor 4-6 Jahren wahrscheinlich noch belächelt. Heute ist er ein gewichtiger Branchenverband im BDI. Beispielsweise waren am „Tag der Immobilienwirtschaft“ dieses Jahr in Berlin drei Bundesminister und ein EU-Kommissar anwesend. Das wäre sicherlich vor 5, 10 oder 20 Jahren gar nicht vorstellbar gewesen.

*P.E.: (IV) Kennen Sie neben dem Deutschen Corporate Governance Kodex noch weitere Corporate Governance Kodizes oder Richtlinien?*

**Schäfers:** Ich erwähnte bereits die INREV- und EPRA-Richtlinien, die für uns als Branche maßgeblich sind. Zusätzlich kommt auch dem Thema Global Reporting Initiative (GRI) in der Nachhaltigkeitsberichtserstattung eine hohe Bedeutung zu. EPRA hat neben dem Business-Reporting insbesondere auch für das Nachhaltigkeitsreporting nochmals einen eigenen Standard verfasst. Diese Standards werden jetzt teilweise auch vom ZIA aufgegriffen und sozusagen als Mindeststandard formuliert. Dann kann jeder, der von außen auf das Unternehmen sieht, ob das die Banken, die Aktionäre, die Analysten, der gesamte Kapitalmarkt oder die Mitarbeiter sind, sich ein klares Bild machen. Und es wird immer so sein, dass ein Teil, und das werden wahrscheinlich wieder die größeren Unternehmen sein, vorausmarschiert. Dann wird es erst mal ein paar „Follower“ geben, bevor die jeweilige Richtlinie zum „Must-to-have“ wird. Dabei muss immer darauf geachtet werden, dass man nicht über das Ziel hinausschießt.

*P.E.: Welchen Vorteil sehen Ihrer Meinung nach Unternehmen darin, mehr als einen Kodex / Richtlinien zu befolgen (z.B. RICS, ARES, ERES, EPRA)?*

**Schäfers:** Der Corporate Governance Kodex deckt nur die CG Seite ab, mithin die Unternehmenskontrolle und die Unternehmensführung. Er deckt viele Dinge nicht ab, die für die erweiterte Transparenz und Nachhaltigkeit in der Immobilienwirtschaft von Bedeutung sind. Es handelt sich meines Erachtens um separate Bausteine, die man wie ein Mosaik sehen und begreifen muss. Die verschiedenen Kodizes mit ihren jeweiligen Vorgaben decken aus verschiedenen Richtungen die unterschiedlichen Themenfelder ab und geben in ihrer Gesamtheit dem Unternehmen eine entsprechende Verfestigung. Die Regelwerke widersprechen sich in der Regel nicht. Die Global Reporting Initiative z.B. geht unter dem Stichwort Nachhaltigkeit ja nicht nur auf die ökologische Verfassung, sondern auch auf die ökonomische und rechtliche Verfassung eines Unternehmens ein. Insofern verschränken sich hier die verschiedenen Richtlinien bzw. Kodizes.

*P.E.: Das habe ich auch festgestellt. Nimmt man zum Beispiel die EPRA. Ein großer Teil von dem Kodex betrifft genau Corporate Governance.*

**Schäfers:** Ja. Letztlich sollten die verschiedenen Richtlinien idealerweise in abgestimmter Weise ineinandergreifen.

*P.E.: (VII) Machen Ihres Erachtens die „Zertifizierung“ der Initiative Corporate Governance und die IDW PS 980 den Corporate Governance Kodex überflüssig?*

**Schäfers:** Es stellt sich hierbei die Frage, ob nunmehr die Wirtschaftsprüfer die Zertifizierung als Geschäftsfeld für sich entdeckt haben. Es bleibt abzuwarten, wie sich Kodizes und Zertifizierung vertragen und bestmöglich gegenseitig verstärken. Die Zertifizierung ist immer ein Gütesiegel von außen. Wie viel sie letztendlich bringt, ist schwierig zu sagen. Es gibt auf dem Kapitalmarkt, gerade auf dem Immobiliensektor, aber auch in anderen Branchen, spezialisierte Nachhaltigkeitsfonds, die nur in Kodex befolgende und zertifizierte Unternehmen investieren dürfen. In diesem Moment hat die Zertifizierung dann auch einen ökonomischen Wert.

*P.E.: (IX) Wäre es hilfreich, die Form des Corporate Governance Berichts verbindlich zu gestalten?*

**Schäfers:** Da bin ich relativ eindeutig, das fällt unter das Stichwort „Standardisierung“. Wird ein allgemeiner Standard verbindlich vorgegeben, ist die Vergleichbarkeit der Unternehmen und ihrer Berichte entsprechend höher. Insoweit kann man dies durchaus empfehlen. Aus Sicht eines großen Unternehmens, das in dieser Beziehung den Anspruch hat führend zu sein, hat dies natürlich auch einen kleinen Wettbewerbsvorteil zur Folge. Wenn man sich professionell aufstellt und das nach außen dokumentiert, dann wird man von seinen Gesprächspartnern auch so wahrgenommen. Andere Unternehmen, die das nicht leisten, werden dann eher negativ wahrgenommen. Insoweit hat es aus Sicht des einzelnen Unternehmens einen Vorteil, sich professionell anhand von verbindlichen Vorgaben darzustellen.

## Anhang 6) Interview Herr Jörn Stobbe MRICS

Herr Jörn Stobbe MRICS ist Rechtsanwalt und Partner bei der Clifford Chance Partnerschaftsgesellschaft von Rechtsanwälten, Wirtschaftsprüfern, Steuerberatern und Solicitors im Bereich Real Estate / Real Estate Finance / Restructuring. Weiterhin ist Herr Jörn Stobbe MRICS Vorstandsvorsitzender RICS Deutschland, Business Mediator RICS sowie Mitglied im Vorstand der „Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft“.

Das Interview wurde am Montag, den 29. November 2012 in Frankfurt geführt.

*Philip Ebeling (P.E.): Hatten Sie schon die Möglichkeit sich den Fragebogen anzusehen?*

**Stobbe:** Ja. Was mich noch interessieren würde, ist inwieweit Sie auf die anderen Codes eingehen wie z.B. RICS, ICG oder Bambi. Sagen ihnen diese Codes etwas?

*P.E.: ICG und RICS kenne ich gut, Bambi weniger gut. Wie könnte Ihrer Meinung nach eine Zusammenarbeit aussehen? Oder ist es besser mehrere getrennte Kodizes beizubehalten? Welchen Vorteil sehen Ihrer Meinung nach Unternehmen darin, mehr als einen Kodex / Richtlinien zu befolgen (z.B. RICS, ARES, ERES, EPRA)?*

**Stobbe:** Mit Bambi versuchen wir zu kooperieren. Bambi kommt aus dem Asset Management und versucht auch Verhaltensregeln aufzustellen, bezieht sich aber auf einen kleineren Teil der Unternehmen als der DCGK. RICS ist das persönliche. Hier stellt sich die Frage: „Macht der eine Kodex den anderen überflüssig? Welcher ist der bessere?“. Ich tendiere dazu, einen doppelten Aufwand zu vermeiden. Größte Unterscheidung wäre in der Tat, dass RICS auf die Akteure, auf die einzelnen Personen abstellt, während der DCGK sich auf die Unternehmensebene bezieht.

*P.E.: Ich würde Ihnen gerne zentrale Ergebnisse meiner empirischen Untersuchung, den Umsetzungsgrad des Corporate Governance Kodexes von kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen betreffend, vorstellen und wäre dankbar um Ihre Einschätzung, ob ich mit meinen Interpretationen richtig liege: a. Es scheint als ob größere Unternehmen einen höheren Umsetzungsgrad des Kodexes aufweisen als kleinere. Warum ist dies Ihrer Meinung nach der Fall?*

**Stobbe:** Die großen Unternehmen unterliegen sicherlich einem gewissen Zwang aufgrund ihrer Börsennotierung. Sie können es sich schlicht nicht leisten, den Kodex nicht zu beachten.

*P.E.: b. Bei klaren quantitativen Vorgaben in unpopulären Bereichen ist der Anteil an „Nein“ und „K.A.“ (Keine Angaben) überdurchschnittlich hoch. Gewollt oder Zufall?*

**Stobbe:** Mehr Bedarf.

*P.E.: c. Bei 100% Umsetzung der Kodexziffern vermute ich: weil die Formulierungen zu vage und unverbindlich und ohne Trennschärfe sind.*



**Stobbe:** Das könnte durchaus der Fall sein.

*P.E.: d. Wo aussagearm (fehlende / wenige Angaben) vermute ich: i. Die Unternehmen meinen, sensible Daten preiszugeben (z.B. Angaben zu Gehältern und Frauenquoten).*

**Stobbe:** Ja, das könnte ich mir durchaus vorstellen.

*P.E.: ii. Die Unternehmen halten den abgefragten Sachverhalt, berechtigter- oder unberechtigterweise, für irrelevant.*

**Stobbe:** Ja, auch das könnte sein.

*P.E.: Ist Ihnen das plausibel? Andere Gründe für diese Verteilung?*

**Stobbe:** Die Unternehmen haben zum einen die Angst vor Verbindlichkeit, zum anderen fürchten sie eine gewisse „Messbarkeit“ ihrer Angaben sowie eine strenge Prüfung seitens der verschiedenen CG-Institutionen.

*P.E.: In meiner Arbeit geht es um die Umsetzung des Corporate Governance Kodexes in der Praxis. Anhand der Analyse der öffentlich zugänglichen Dokumente der Unternehmen aus dem DIMAX habe ich die Angaben zu den jeweiligen Kodexziffern überprüft. Beispiel: IVG setzt den Kodex zum größten Teil um und macht diesen Umstand in den Unternehmensunterlagen auch kenntlich. Andere Unternehmen haben einen sehr kurzen Geschäftsbericht und eventuell noch eine Entsprechenserklärung. Hier ist es sehr schwierig, alle relevanten Informationen zu finden. Die Fragestellung der Arbeit ist: Wie ist der Umsetzungsgrad des Kodexes in der Praxis, was kann getan werden um die Umsetzung zu verbessern oder wie kann der Kodex eventuell verändert werden um die Akzeptanz zu erhöhen?*

**Stobbe:** Das sind Gedanken, die wir uns sowohl bei der ICG als auch bei RICS schon gemacht haben. Ich bin davon überzeugt, dass man über die Fortbildung der Aufsichtsräte und Beiräte enorm viel machen kann. Letztendlich funktioniert alles entweder mit Druck oder Incentive. Wenn man die Aufsichtsräte und Beiräte dafür begeistert, dass sie in den entsprechenden Vorstandssitzungen wirklich Fragen stellen, mit denen sie den Vorstand bloßstellen könnten, dann weiß dieser, dass kritische Fragen kommen können und bereitet sich gut vor. So könnten kritische Fragen schon vor der Hauptversammlung gestellt werden. Man müsste dafür sorgen, dass in den Aufsichtsräten und Beiräten Personen sitzen, die sich mit wichtigen Themen wirklich auskennen.

Wir haben mit der ICG eine Board Academy gegründet und haben einen Summit und einen Pre-Workshop gemacht. Diese Überlegungen gab es allerdings schon vor zehn Jahren, damals war die Zeit aber einfach noch nicht reif und die Aufsichtsräte und Vorstände nicht bereit, daran teilzunehmen. Das hat sich, so scheint mir, geändert. Die Thematik ist so komplex geworden, dass es wohl niemanden mehr gibt, der behaupten würde: „da bin ich bibelfest“. Heutzutage

tage ist es auch kein Charme mehr sich fortzubilden. Teil des Programms sind auch rechtliche Grundlagen, Brennpunkte und wirklich aktuelle Themen. Ich glaube, dass ein Austausch auf dieser Ebene viel wert ist. Man müsste es schaffen, das Bewusstsein für Themen wie z.B. Interessenskonflikte zu wecken. Was bedeutet es genau, wenn jemand behauptet „in unserem Unternehmen haben wir keine Interessenskonflikte“?

Interessenskonflikte können schnell entstehen. Schon wenn ein Immobilienunternehmen eine Top-Immobilie angeboten bekommt, lautet die Frage: „In welchen Fond passt die Immobilie am besten? Vielleicht in den, der schon lange läuft?“ Die Unternehmen haben ja ganz unterschiedliche Anlagekriterien und verschiedene Anlegergruppen. Manchmal sind die Anlagekriterien natürlich auch ganz klar, solange ein Unternehmen z.B. nur in Frankfurt, München oder Hamburg operiert. Aber spätestens wenn es größer wird, kann es zu Problemen kommen. Es wäre gut, wenn man sich vorher schon mal Gedanken darüber macht, die Interessenskonflikte überhaupt zu identifizieren, wirklich wachsam ist und nicht die Augen verschließt. Natürlich müssen die Interessenskonflikte schon im Vorfeld minimiert werden, aber in den Fällen, in denen Interessenskonflikte auftreten und identifiziert werden, gilt es, sie klar zu definieren und eben nicht zu minimieren und klein zu reden. Es bedarf also eines Verfahrens, sie ans Licht zu bringen und transparent zu machen. Hierbei gibt es unterschiedliche Optionen. Als Beispiel könnte man es evolvierend machen in einer gewissen Reihenfolge. Man könnte aber auch sicherlich andere Ausgleichsmechanismen schaffen. Auch wenn das jetzt nicht direkt etwas mit ihrem Thema zu tun hat: der zentrale Ansatzpunkt ist die Weiterbildung von Aufsichtsräten und Beiräten nicht zuletzt auch in Hinblick auf die Haftungsfragen, die ein zunehmend schwieriges Feld darstellen. Ein Beispiel hierfür ist die D&O Versicherung; der Versicherungsnehmer ist in bestimmten Fällen nicht mehr durch die Versicherung gedeckt.

*P.E.: Bei der Frage der Interessenskonflikte finden sich im CGK sehr generelle Formulierungen wie „während des Jahres 2010 sind keine Interessenskonflikte aufgetreten“. Wäre es Ihrer Meinung nach von Vorteil hier Interessenskonflikte genauer zu definieren?*

**Stobbe:** Einem Juristen fällt es hier schwer zu antworten. Egal was man regelt, man darf nicht die Individualität beschränken, die steht über allem. Der Versuch einer Definition scheint mir wenig erfolgsversprechend, weil jeder Fall anders liegt und individuell bewertet werden muss. Ganz gewiss muss ein Versuch, den Begriff des Interessenkonfliktes zu operationalisieren branchenspezifisch vorgehen. Das ist ein wichtiger Grund für die Existenzberechtigung der ICG, und hier würde sich ein Versuch lohnen, branchenspezifische Kriterien für Interessenkonflikte zu definieren. Man muss den Unternehmen das Argument nehmen, aufgrund der sehr allgemeinen Formulierungen sagen zu können „das passt nicht auf uns“.

*P.E.: Die ungenauen Angaben werden von der Mehrheit befolgt. Dort wo der Kodex genauere Angaben abfragt, wie z.B. bei den Vorstandsgehälter, werden häufig keine oder lückenhafte Angaben gemacht.*

**Stobbe:** Das zeigt, dass die Auskunftspflicht nach wie vor als Zwang empfunden wird und die Unternehmen noch nicht vom Mehrwert der Transparenz überzeugt sind. Das bekommt man nur über Incentivierung hin. Bei den Vorstandsgehältern zum Beispiel bräuchte man eine ge-

wisse Schattierung / Abstufung. Die Frage ist ja nicht, ob der Vorstand die 5% kriegt oder nicht, sondern er bekommt ja auch mal 2%, 2,8% oder 4%. Das setzt sich ja dann so weiter fort.

*P.E.: Wäre es in diesem Zusammenhang hilfreich, die Form des Corporate Governance Berichts verbindlich zu gestalten?*

**Stobbe:** Sehr originell ist die Idee ja nicht, aber ich überlege gerade, was dagegen sprechen würde. Eigentlich nichts. Dadurch wäre der Umsetzungsgrad viel besser messbar. Man könnte diese Angaben dann eventuell auch mit Gewichtungen verknüpfen. Es gibt ja wichtigere und weniger wichtige Kodexziffern. Theoretisch könnte man sogar ein Punktesystem einführen.

*P.E.: Ist der Grundgedanke des Kodexes Ihrer Meinung nach richtig?*

- a. Von Anregungen kann ohne Angaben von Gründen abgewichen werden.*
- b. Von Empfehlungen kann abgewichen werden, wenn dies unter Angabe von Gründen in der Entsprechenserklärung kenntlich gemacht wird.*
- c. Bestimmungen müssen befolgt werden.*

**Stobbe:** Ja, selbstverständlich.

*P.E.: Der Corporate Governance Kodex ist für die kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen verpflichtend. Was für Vorteile sehen die Unternehmen z.B. darin auch noch die RICS-Guidelines zu befolgen?*

**Stobbe:** Die RICS-Guidelines beziehen sich, wie schon erwähnt, nicht auf das Unternehmen sondern auf die einzelnen Personen. Wir meinen, dass im Zentrum die persönliche Integrität stehen muss. Ein wichtiger Punkt ist in diesem Zusammenhang auch die Lobbyarbeit. Wie auch bei den Zertifizierungssystemen wie z.B. LEED und BREAM oder BGMB herrscht auch zwischen den Kodizes ein intensiver Wettbewerb. Dieser ist ja auch manchmal gut, da ansonsten die Gefahr besteht, dass die ganze Thematik aus dem Blickfeld gerät. Ich würde es deshalb ein Stück weit dem Markt überlassen, welche Kodizes / Richtlinien sich im Endeffekt durchsetzen.

Manchmal gibt es Durchbrüche. CBRA z.B. macht Anzeigen, in denen gesagt wird: „RICS ist verpflichtend“. Wenn JLL dann nachzieht, geht es auf einmal wie von selbst. Das setzt Transparenz und Kommunikation voraus. Wenn das eintritt, ist man einen großen Schritt weiter. Solange die Unternehmen aber nicht wissen, ob es einen Mehrwert bringt oder nicht, besteht die Gefahr, dass es auf Dauer wieder verschwindet. Die Leute müssten in dieser Hinsicht ein bisschen mehr gebildet werden.

*P.E.: Ist der Corporate Governance Kodex Ihrer Meinung nach positiv zu bewerten? Oder ist er nicht nötig / zu kostspielig?*

**Stobbe:** Der Corporate Governance Kodex ist positiv zu bewerten.

*P.E.: Wie sehen Sie die Zukunft des Deutschen Governance Kodex allgemein? Und des immobilien-spezifischen im Besonderen?*

**Stobbe:** Das hängt auch viel von den Personen ab. Bei der IVG z.B. gibt es Personen, die daran glauben und davon überzeugt sind.

*P.E.: Macht es Ihrer Meinung nach Sinn, den Umsetzungsgrad des CGK mit der Performance und dem Aktienkurs eines Unternehmens zu verknüpfen? Wenn der Umsetzungsgrad hoch ist, hat das eine positive Auswirkung auf den Aktienwert?*

**Stobbe:** Langfristig ist das sicherlich richtig. Wenn allerdings ein Unternehmen mit einem Immobilienbestand falsch finanziert, kann die CG noch so gut sein, dann wird das Unternehmen abgestraft. Hier müsste man schon Äpfel mit Äpfeln und Birnen mit Birnen vergleichen. Ich kann mir allerdings vorstellen, dass der Kodex als Ganzes die Motivation zu mehr Transparenz steigert. Gleichwohl besteht die Gefahr einer Scheingenauigkeit. Was generell sinnvoller wäre, wäre die Befürchtung möglicher Nachteile einer umfassenden Umsetzung der Kodizes auszuräumen.

*P.E.: Große Unternehmen wie z.B. die IVG, haben tendenziell einen höheren Umsetzungsgrad gemessen an den Angaben zu den einzelnen Kodexziffern, als die kleineren. Woran könnte das Ihrer Meinung nach liegen?*

**Stobbe:** Schon der personelle Bereich ist hier maßgebend. Gibt es überhaupt einen Zuständigen innerhalb des Unternehmens? Hat das Unternehmen eine entsprechende Stelle geschaffen? Ähnlich war das damals mit dem Datenschutz.

*P.E.: Sind CG-Beauftragte Ihres Erachtens sinnvoll für ein Unternehmen bzw. sollte ein solcher für die Unternehmen verpflichtend sein?*

**Stobbe:** Es sollte auf jeden Fall jemand den Hut aufhaben. Noch besser wäre es, wenn jemand im Vorstand dafür zuständig wäre; die Funktion sollte keinesfalls zu weit nach unten delegiert werden. Beispiel: Man sollte keinen Brandschutz Helfer zum CG-Beauftragten machen.

*P.E.: Bei der Entwicklung des Kodexes über die Zeit zeigt sich, dass tendenziell aus Anregungen nach einer Weile Empfehlungen werden und aus Empfehlungen, Bestimmungen. Ist diese Entwicklung gewollt?*

**Stobbe:** Ja, das ist ein Ergebnis von Kompromissen, man darf die Beteiligten nicht überfordern und es muss allgemeine Gültigkeit haben. Wenn der Prozess zu schnell geht, macht auch eine IVG irgendwann nicht mehr mit. Wenn das geschieht und die großen Unternehmen sich nicht mehr an den Kodex halten, dann haben auch die kleineren Unternehmen einen Deckmantel und können sagen: „Wenn die IVG das nicht macht, dann machen wir es auch nicht“. Es ist ein Balanceakt. Die niedrige Einstiegsstufe der Anregung hilft, die Akzeptanz zu erhöhen. Wenn die Kodexziffer erst einmal akzeptiert ist, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass man eine Stufe höher gehen kann.

*P.E.: Im Laufe der Zeit sind die Kodizes immer umfangreicher geworden. Wäre es nicht besser sie in einem nächsten Schritt stringenter zu gestalten, „Ballast abzuwerfen“. Nehmen wir die Kodexziffer „der Aufsichtsrat hat den Vorstand überwacht“. (III) Mein Vorschlag für diese wolkigen Formulierungen wäre, sie trennschärfer zu formulieren oder zu eliminieren. Was meinen Sie? Ist der Corporate Governance Kodex Ihrer Meinung nach zu umfangreich?*

**Stobbe:** Jedes Regelwerk muss gelegentlich „verschlankt“ werden, wenn es sich zu weit aufbläht. Aber auch Genauigkeit hat natürlich etwas. Ein Beispiel sind die zehn Gebote, die sich auch immer weiterentwickelt haben. Moses konnte unser heutiges Steuerrecht ja auch nicht vorausahnen, er hätte die zehn Gebote wahrscheinlich ansonsten nicht geschrieben. Wenn eine Sache so komplex ist, kann man sie nicht in zehn Geboten darstellen. Es muss aber immer die Balance beachtet werden. Ein weiteres Beispiel sind Kaufverträge, dort gibt es Mustersammlungen, in die jeder seine Erfahrungen mit einbringt. Aber was ist da das Wesentliche? Das kann und darf man nicht zu häufig machen. Auf keinen Fall darf ein solches Regelwerk völlig umgeschrieben werden. Nach zehn Jahren hat sich ein großer Teil der Unternehmen gerade daran gewöhnt und sich darauf eingestellt. Da wäre ich behutsam. Ich würde es auf keinen Fall ganz umschmeißen sondern eher behutsam „verschlanken“.

*P.E.: Wenn ein Unternehmen Empfehlungen missachtet, hierzu aber keine Angaben macht, wäre es da angebracht gesetzliche Strafen vorzusehen?*

**Stobbe:** Das ist einer der am häufigsten diskutierten Punkte. Erst einmal ist die Transparenz wichtig, es muss deutlich gemacht werden, wenn ein Unternehmen dieser Verpflichtung nicht nachkommt. Es muss an den Pranger gestellt werden. Ein Problem entsteht allerdings, wenn es nur ein „schwarzes Schaf“ im Unternehmen gibt. Ist das schon genug, um das Unternehmen zu diskreditieren? Es gibt Stimmen, die sagen, dass Strafmechanismen ohne „Zähne“ nichts wert sind. Ich meine die Fragen sind: „Wer überwacht das?“ „Wer maßt sich das an?“ „Wie ist das in Streitfällen?“. Ideal wäre es, wenn der Markt Intransparenz abstrafen würde. Aber wenn das mit dem Katalog durchsetzbar wäre, bräuchte man keine Forscher wie Sie, sondern den Umsetzungsgrad könnten dann z.B. auch Journalisten überprüfen.

## Anhang 7) Interview Herr Dr. h.c. Dolf Weber

Herr Dr. h.c. Dolf Weber war bis 2006 Rechtsanwalt und Partner bei der Clifford Chance Partnerschaftsgesellschaft von Rechtsanwälten, Wirtschaftsprüfern, Steuerberatern und Solicitors. Nach seinem Ausscheiden bei Clifford Chance ist er noch für ausgewählte Mandanten sowie als Aufsichtsrat, Beirat und Schiedsrichter tätig. Weiterhin ist Herr Dr. h.c. Dolf Weber deutscher Delegierter, Komitee für Schiedsgerichtbarkeit, Verband Europäischer Rechtsanwaltskammern sowie Vorstandsvorsitzender, Stiftung der Hessischen Rechtsanwaltschaft.

Das Interview wurde am Montag, den 29. November 2012 in der Nähe von Frankfurt geführt.

*P.E.: Hatten Sie schon Gelegenheit, sich die Fragen anzuschauen?*

**Weber:** Ich habe sie überflogen, wir können das gerne zusammen durchgehen. In der Sequenz würde ich jedoch von dem DCGK ausgehen. Der CGKI füllt sozusagen nur dort Lücken, wo wir geglaubt haben, noch spezifische, zusätzliche Regeln aufstellen zu müssen. Wir haben den DCGK nach jeder Revision durchgesehen, und zwar zu einer Zeit, als wir davon ausgegangen sind, dass es in Deutschland viel mehr börsennotierte Immobiliengesellschaften geben wird, dass eine Unmasse von REIT's entstehen und teilweise die offenen Immobilienfonds ablösen werden. Tatsächlich sind nur ein, zwei REIT's entstanden. Deshalb haben wir auch in die Einführung zu dem Immobilienkodex aufgenommen, dass wir ihn analog für nicht börsennotierte Gesellschaften, auch größere GmbH's und andere Unternehmen für relevant halten. Das ist der Hintergrund, den Sie mitdenken müssen. Nachdem ich das vorausgeschickt habe, können wir gerne Ihre Fragen durchgehen.

*P.E.: (I) Ich würde Ihnen gerne zentrale Ergebnisse meiner empirischen Untersuchung zum Umsetzungsgrad des Corporate Governance Kodexes bei kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen vorstellen und wäre um Ihre Einschätzung dankbar, ob ich mit meinen Interpretationen richtig liege. Meine erste Frage: es scheint, als ob größere Unternehmen einen höheren Umsetzungsgrad des Kodexes aufweisen als kleinere. Warum ist das Ihrer Meinung nach der Fall?*

**Weber:** Das entspricht natürlich genau der Idee des CGK, der einen Interessensausgleich zwischen verschiedenen Gruppierungen herstellen will. Die kleineren Gesellschaften, gerade auf dem Immobiliensektor sind überwiegend Einzelgesellschaften, Einzelkonzerne oder sind ein „Closed Shop“, für die zum Teil ganz andere Regeln gelten. Sie können mit vielen der Regelungen aus dem vollen CGK wenig anfangen.

*P.E.: b. Bei klaren quantitativen Vorgaben in unpopulären Bereichen ist der Anteil an „Nein“ und „K.A.“ (Keine Angaben) überdurchschnittlich hoch. Gewollt oder Zufall?*

**Weber:** Das ist doch ganz klar. Deutschland ist das Land der Hochkonjunktur der Verschwiegenheit. Die Deutschen haben so eine komische Idee, es müsse alles geheim und vertraulich sein. Das sehen Sie bei der Frage des Einkommens der Bundestagsabgeordneten wie in vielen

anderen Zusammenhängen. So etwas wie der „Freedom of Information Act“, den es ja in den USA schon seit sehr langer Zeit gibt, haben wir zwar in einigen Bereichen; oft wissen aber selbst die Behörden, bei denen eine Anfrage einläuft nicht, dass es dieses Gesetz gibt. Im Privatsektor ist es nicht anders. Versuchen Sie in Deutschland die Mieten für ein Gebäude zu erfahren oder den letzten und vorletzten Kaufvertrag einzusehen, bekommen Sie oft keine Informationen. In den USA gibt es zwar kein Grundbuch, aber auf diese Fragen finden Sie Antwort. Die Geheimhaltung ist ein deutsches Grundübel, die Angst davor, die Konkurrenz klug zu machen.

Dieses Jahr hat die Kodexkommission eingeführt, dass vor Kodexänderungen erstmals auch die betroffenen Kreise gefragt wurden und einen Entwurf als Diskussionsgrundlage veröffentlicht wurde. Diese Tatsache halte ich doch für sehr sinnvoll und beachtenswert.

*P.E.: c. Bei 100% Umsetzung der Kodexziffern vermute ich: weil die Formulierungen zu vage und unverbindlich und ohne Trennschärfe sind.*

**Weber:** Das ist natürlich ganz bewusst. Dieses Thema stand vor 4-5 Wochen auf dem Deutschen Juristentag in München im Rahmen einer Diskussion um den CGK im Zentrum. Die Frage lautete: Soll der Kodex so bleiben, soll er geändert werden, soll er präziser gefasst werden? Die Tendenz der Antworten war: wir bleiben beim DCGK, wir präzisieren auch nicht weiter, wir behalten auch die Unterteilungen, aber wir versuchen, Dinge herauszunehmen, die quasi selbstverständlich sind, wir versuchen offensichtliche / offenbare Bestimmungen zu eliminieren. Aber nicht im Sinne einer stärkeren Präzisierung der Vorgaben des Kodex, sondern im Sinne einer Verschlinkung des Kodex.

*P.E.: d. Wo aussagearm (fehlende / wenige Angaben) vermute ich: i. Die Unternehmen meinen, sensible Daten preiszugeben (z.B. Angaben zu Gehältern und Frauenquoten).*

**Weber:** Natürlich. Das ist die Angst eines jeden Unternehmens.

*P.E.: ii. Die Unternehmen halten den abgefragten Sachverhalt, berechtigter- oder unberechtigterweise, für irrelevant.*

**Weber:** Auch das ist oft der Fall, weil gerade die Immobilienunternehmen häufig „von oben durch regiert werden“ und dadurch viele Dinge, die einen Ausgleich zwischen verschiedenen Stakeholder-Gruppen und zwischen verschiedenen Aktionärsgruppen bedeuten könnten, nicht zum Tragen kommen. Sehr viele deutsche Konzerne wie z.B. Siemens, Telekom und andere Konzerne haben den Großteil ihrer Immobilien in Tochtergesellschaften, die nicht börsennotiert sind ausgelagert. Wir wollen gerade versuchen, und das haben wir auch in den Erstfassungen des CGK niedergelegt, diese Gesellschaften mit einzubeziehen, zum einen, weil im Konzern der Vorstand und der Konzernaufsichtsrat auch verantwortlich für die Tochterunternehmen sind, zum anderen, weil sich die wertvollsten materiellen Güter des Anlagevermögens oft in den Tochtergesellschaften verbergen und es deshalb schizophoren wäre, nicht auch die Tochtergesellschaften durchzusehen.

*P.E.: iii. Innovationsdefizite der Unternehmenskultur (z.B. Nutzung von ICT).*

**Weber:** Ja. Sicherlich auch.

*P.E.: iv. Die Unternehmen sind nicht auf dem aktuellen Stand der Kodexfassung (Befolgung eines veralteten Kodexes und Angaben hierzu).*

**Weber:** Ich würde sagen, die meisten von den kleineren kennen den überhaupt nicht.

*P.E.: Von den untersuchten Unternehmen kannten die allermeisten Unternehmen den DCGK. Es war nur oft der Fall, dass sie eine veraltete Kodexversion betrachtet haben.*

**Weber:** Und wahrscheinlich auch nur den allgemeinen Kodex und nicht den immobilien-spezifischen.

*P.E.: Genau so ist es.*

**Weber:** Uns geht es ja darum, dass der immobilien-spezifische Kodex, der noch eine ganze Reihe unseres Erachtens notwendige Ergänzungen hat, sich verbreitet.

*P.E.: Sollte es für die Unternehmen verpflichtend sein die aktuellste Kodexversion zu benutzen? Oder ist es kein großes Problem wenn Unternehmen eine veraltete Kodexversion betrachten?*

**Weber:** Nein, es ist verpflichtend. Die verpflichtenden Bestimmungen, die man beachten muss, die Empfehlungen, deren Befolgung nicht zwingend ist und die Anregungen ändern sich ja über die Jahre.

*P.E.: Wir haben gerade darüber gesprochen, dass es sinnvoll wäre den Kodex zu verschlanken, indem man bestimmte Bestimmungen streicht.*

**Weber:** Das war die Mehrheitsmeinung auf dem Juristentag, ich bin damit nicht einverstanden. Ich glaube, es ist wichtiger, dass der Kodex an sich durchgehend lesbar ist. Wichtig wäre auch den Kodex so zu gestalten, dass auch Ausländer damit arbeiten können.

Ein weiterer wichtiger Punkt: Wir haben viel zu wenig Ausländer in unseren Aufsichtsräten in Deutschland und die Vergabe dieser Ämter erfolgt oft nicht nach sachlichen Kriterien. In Frankreich ist die Situation ein bisschen besser. Dort wird heute schon gezielt nach Ausländern und Frauen für die Aufsichtsräte gesucht. Hierbei wird auch auf die nötigen Sprach- und Fachkenntnisse geachtet. Davon sind wir in Deutschland noch weit entfernt und das, obwohl die ersten CG-Kommission Regeln, die sich bereits im Aktiengesetz befanden, aufgenommen hatte um eine stärkere Diversifizierung durch Aufnahme von mehr Ausländern in Aufsichtsräten zu beschleunigen.



Das Deutsche Aktieninstitut bietet Kurse für Aufsichtsräte an. Wir haben das mal mit Prof. Schulte versucht und wenn ich mich recht erinnere, sind damals nicht genug Leute zusammengekommen. Beim Deutschen Aktieninstitut melden sich offensichtlich genügend. Das Aktieninstitut ist aber auch, obwohl es ein unabhängiges Institut ist, im Zugriff der deutschen Industrie.

*P.E.: Wäre es Ihrer Meinung nach sinnvoll, Wirtschaftsprüfer untersuchen zu lassen, ob das jeweilige Unternehmen sich an den DCGK hält? Oder geht das zu weit?*

**Weber:** Das ist sehr schwierig. Wir haben ja entsprechende Fragen auch bei der Zertifizierung untersucht. Wie weit geht man da hinein? Und akzeptiert man die Aussage des Unternehmens oder prüft man das stärker? Das könnte auch zu weit führen. Ich bin kein Wirtschaftsprüfer, war aber lange Jahre Aufsichtsratsvorsitzender einer kleinen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und mir ist dieses Berufsfeld vertraut. Es ist sehr die Frage, ob man diese Leistung von Wirtschaftsprüfern verlangen kann, weil das eine Tiefe der Überprüfung verlangen würde, die sie vermutlich überfordert. Nicht alle zu prüfenden Sachverhalte finden sich in den Büchern der Gesellschaft wieder. Und die Wirtschaftsprüfer prüfen eben die Bücher. Deshalb glaube ich, Wirtschaftsprüfer sollten nur da aktiv werden, wo sie auf ein offensichtliches Manko stoßen.

*P.E.: Ist Ihrer Meinung nach der Grundgedanke des Kodexes richtig, wonach von Anregungen ohne Angaben von Gründen abgewichen werden kann, von Empfehlungen, wenn dies unter Angabe von Gründen in der Entsprechenserklärung kenntlich gemacht wird, während Bestimmungen befolgt werden müssen?*

**Weber:** Das halte ich für richtig. Die Frage ist, ob man auf die Anregungen ganz verzichten kann. Wir haben das nicht gemacht, sondern ihr Anwendungsgebiet sogar noch erweitert, indem wir gesagt haben: wir befürworten, dass auch GmbHs und nicht börsenzugelassene Gesellschaften den Kodex befolgen. Soweit es die Anregungen betrifft, zeigt die Erfahrung, dass sie oft nach ein, zwei Jahren verbindlich werden und insofern ist es auch für jene Unternehmen sinnvoll, sich hier der Mühe zu unterziehen, den Kodex anzuwenden.

Bei den Empfehlungen kann man dank des „comply or explain“ Prinzips wunderbar nachvollziehen, ob sich Unternehmen daran halten oder nicht, zu Anregungen müssen Unternehmen keine Angaben machen und ebenso wenig zu Bestimmungen, weil angesichts ihrer Verbindlichkeit davon ausgegangen wird, dass die Unternehmen sie befolgen. Bestimmungen sind praktisch Gesetzesinterpretationen, und dass jemand das Gesetz befolgt, muss nicht erläutert werden. Das macht es für Außenstehende so schwierig zu beurteilen, ob die Bestimmungen wirklich befolgt wurden.

*P.E.: Der CGK soll ja für die Unternehmen eine Hilfestellung sein, aber es bleibt schwierig zu beurteilen, zu welchem Grad es sich an das Regelwerk hält.*

**Weber:** Das ist richtig, aber das würde über die Kompetenz der CG-Kommission hinausgehen.

*P.E.: (IV) Kennen Sie neben dem Deutschen Corporate Governance Kodex noch weitere Corporate Governance Kodizes oder Richtlinien?*

**Weber:** Die gibt es. Die gibt es auch im europäischen Raum. EPRA wäre ein Beispiel. Zum Teil sind sie sehr viel detaillierter als der DCGK und auf spezifische Interessen bezogen. Wir haben uns mal vor Jahren bemüht, mit EPRA und anderen Organisationen einen europäischen CGK für Immobilien zu erarbeiten, aber wir haben das Vorhaben sehr schnell wieder aufgegeben, weil die Handlungsfelder zu unterschiedlich sind. EPRA betreut beispielweise nur institutionelle Investoren und ist an deren Gegebenheiten ausgerichtet. Der DCGK wendet sich an alle Stakeholder, auch an Privatleute, die Aktionäre sind. EPRA tut das nicht, hat deshalb zum Teil auch sehr viel schärfere Bestimmungen und spricht auch andere Sanktionen aus. Auch sind in die anderen Kodizes die gesetzlichen Regelungen nicht so eingebaut, wie das in Deutschland der Fall ist. Deshalb muss man vorsichtig sein, bei den verschiedenen Kodizes nicht Äpfel mit Birnen zu vergleichen.

*P.E.: (V) Wie könnte eine Zusammenarbeit aussehen? Oder ist es besser mehrere getrennte Kodizes beizubehalten?*

**Weber:** Sie ist versucht worden. Aber da kann es nur bei großen Leitlinien bleiben. Wir haben ja mal die zehn Regeln des ordentlichen Immobilienkaufmanns aufgestellt mit der Vorstellung: wir schaffen etwas, woran sich wirklich jeder halten muss, auch der kaufmännische Einzelinhaber von Immobilien. Das ließe sich natürlich auch international machen, aber es stellt sich die Frage: „brauchen wir das? Oder sind das nicht Regeln, die ein ordentlicher Kaufmann in diesem oder jenem Land sowieso befolgen muss?“ Wobei es wichtige länderspezifische Regeln gibt, die hier nicht zum Zuge kämen. In England beispielsweise gibt es das Verdikt, wenn jemand gegen - auch ungeschriebene Regeln eines ordentlichen Kaufmanns verstößt - „he is not able to carry a public business“. Schon hier stellt sich die Frage: was ist ein ordentlicher Kaufmann? Das ist im deutschen Recht zwar vielfach paraphrasiert und Sie finden das in HGB-Kommentaren interpretiert. Aber das kann im Ausland völlig anders sein. Es würden sich somit nur ganz allgemeine Aussagen für einen internationalen Kodex eignen.

*P.E.: (VI) Welchen Vorteil sehen Ihrer Meinung nach Unternehmen darin, mehr als einen Kodex / Richtlinien zu befolgen (z.B. RICS, ARES, ERES, EPRA)?*

**Weber:** Die Unternehmen befinden sich in Wettbewerbssituationen und sie befinden sich gleichzeitig in Unternehmenszusammenschlüssen. Und natürlich müssen sie versuchen, allen gerecht zu werden. Und so versuchen natürlich auch die deutschen Immobiliendienstleister, sich mit den RICS auseinanderzusetzen, um ein „Associate“ oder „Fellow“ an den Namen anhängen zu können.

*P.E.: Das machen Unternehmen also aus Eigeninteresse um sagen zu können wir befolgen sowohl den DCGK als auch die...*

**Weber:** Ja selbstverständlich. Und auch aus Konkurrenz. Ich habe es schon erlebt, dass sich Unternehmen bei der Verleihung der Zertifizierung der CG-Kommission der Immobilienwirtschaft geweigert haben, sich mit anderen Unternehmen auf die Bühne zu stellen, weil sie gesagt haben „wir sind viel ehrenhafter“. Wenn die dann gleichermaßen als ehrenhaft bezeichnet werden, passt uns das nicht. Also da ist auch sehr viel Eigeninteresse und Wettbewerb dabei.

*P.E.: (VII) Machen Ihres Erachtens die „Zertifizierung“ der Initiative Corporate Governance und die IDW PS 980 den Corporate Governance Kodex überflüssig?*

**Weber:** Nein, keineswegs, denn die Zertifizierung beruft sich ja auf den CGK und bezieht aus ihm ihre Legitimation. Und bei den IDW PS 980 gehe ich davon aus, die kenne ich nicht so gut, ich weiß nur wie meine Mandanten immer geschwitzt haben, wenn sie da in dem Prozess waren und plötzlich sehr viel weniger Zeit hatten. Das ist ein ganz aufwendiger Prozess.

Ich könnte mir vorstellen, dass bei IDW PS 980, die ja anders angelegt sind als die Buchprüfungen der Wirtschaftsprüfer, auch geprüft und bestätigt wird. So wie auch bei börsennotierten Unternehmen, bzw. bei Unternehmen, die sich zur Beachtung des CG der Immobilienwirtschaft verpflichtet haben, geprüft wird.

*P.E.: Reicht es bei der Zertifizierung der Initiative CG der deutschen Immobilienwirtschaft, wenn das Unternehmen sich dazu bekennt, oder prüft die Initiative selbst nochmal nach?*

**Weber:** Nein, es reicht nicht. Wenn ich zertifiziert werden will, dann findet natürlich auch eine Überprüfung statt.

*P.E.: (VIII) Ist der Corporate Governance Kodex Ihrer Meinung nach positiv zu bewerten? Oder ist er nicht nötig / zu kostspielig?*

**Weber:** Es kostet natürlich etwas, genau wie die Prüfung auch, aber meines Erachtens bekommt das Unternehmen einen angemessenen Gegenwert.

*P.E.: (IX) Wäre es hilfreich, die Form des Corporate Governance Berichts verbindlich zu gestalten?*

**Weber:** Ohne Zweifel, aber das kann nur der Gesetzgeber. Die Corporate Governance Initiative kann das nicht erzwingen.

*P.E.: Ich hätte mich gefreut wenn alle Angaben an einem Ort zu finden gewesen wären.*

**Weber:** Das wäre sicherlich sinnvoll.

*P.E.: (X) Wie sehen Sie die Zukunft des Deutschen Governance Kodex allgemein? Und des immobilienspezifischen im Besonderen?*

**Weber:** Die des allgemeinen sehe ich im Wesentlichen positiv. Ein Antrag auf dem deutschen Juristentag, auf den DGK zu verzichten, ist gerade mit großer Mehrheit abgelehnt worden. Auch der immobilienpezifische Kodex wird weiter gebraucht, auch wenn wir gegenwärtig nicht wissen, ob wir tatsächlich mehr Immobiliengesellschaften bekommen werden.

*P.E.: Noch einmal zur letzten Frage. Man hat während der letzten zehn Jahren beobachtet, dass aus Anregungen tendenziell Empfehlungen geworden sind und aus Empfehlungen tendenziell Bestimmungen. Ist dieser Trend positiv und wird dieser Trend so weitergehen oder sollte versucht werden, hier entgegenzusteuern?*

**Weber:** Das ist eine sehr schwierige Frage. Sie müssen sehen, vor 100 und mehr Jahren waren die Gesetze kürzer als sie es heute sind und man hat sich mit bestimmten Grundregeln zurechtgefunden. Heute besteht das Bedürfnis, immer mehr ins Detail zu gehen. Ein Beispiel aus den USA wäre der Sarbanes Oxley Act und die dicken Bücher, die in schneller Folge erschienen, um ihn zu interpretieren. Wir befinden uns auf dem Wege immer detaillierterer Regelungen. Aktuelle Beispiele in Deutschland hierfür sind neue Regeln / Gesetze bezüglich Beschneidungen oder Fragen zur Organentnahme und die damit verbundene Frage: „wann ist jemand tot?“. Aber auch das Europarecht wird immer stärker reglementiert. Das wird so weitergehen und es wird eher, um die Frage zu beantworten, immer stärker reglementiert werden.

## Anhang 8) Auswertung der einzelnen Kodexziffern

Die Anregungen (A), *Empfehlungen* (E) und Bestimmungen (B) sind unterschiedlich dargestellt. Die Bestimmungen sind „unterstrichen“, die Empfehlungen „*kursiv*“ gesetzt und die Anregungen nicht besonders gekennzeichnet.

**1) Die Aktionäre haben im Rahmen der satzungsmäßig vorgesehenen Möglichkeiten ihre Rechte vor oder während der Hauptversammlung wahrgenommen und haben dabei ihr Stimmrecht ausgeübt (2.1.1 / B1).**

Ja = 95,83%      Nein = 0,00%      K. A. = 4,17%      N. m. B. = 0,00%

**2) Jede Aktie hat grundsätzlich eine Stimme gewährt. Aktien mit Mehrstimmrechten oder Vorzugsstimmrechten ("golden shares") sowie Höchststimmrechte bestanden nicht (2.1.2 / B2).**

Ja = 100,00%      Nein = 0,00%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**3) Der Vorstand hat der Hauptversammlung den Jahresabschluss und den Konzernabschluss vorgelegt (2.2.1 (I) / B3).**

Ja = 100,00%      Nein = 0,00%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**4) Die Hauptversammlung hat über die Gewinnverwendung sowie die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat entschieden und hat in der Regel die Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat und den Abschlussprüfer gewählt (2.2.1 (II) / B4).**

Ja = 95,83%      Nein = 0,00%      K. A. = 4,17%      N. m. B. = 0,00%

**5) Die Hauptversammlung hat über die Satzung und den Gegenstand der Gesellschaft, über Satzungsänderungen und über wesentliche unternehmerische Maßnahmen wie insbesondere Unternehmensverträge und Umwandlungen, über die Ausgabe von neuen Aktien und von Wandel- und Optionsschuldverschreibungen sowie über die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien entschieden (2.2.1 (III) / B5).**

Ja = 100,00%      Nein = 0,00%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**6) Sie hat über die Billigung des Systems der Vergütung der Vorstandsmitglieder beschlossen (2.2.1 (IV) / B6).**

Ja = 58,33%      Nein = 0,00%      K. A. = **41,67%**      N. m. B. = 0,00%

**7) Bei der Ausgabe neuer Aktien haben die Aktionäre grundsätzlich ein, ihrem Anteil am Grundkapital entsprechendes Bezugsrecht gehabt (2.2.2 / B7).**

Ja = 87,50%      Nein = 4,17%      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 0,00%

**8) Jeder Aktionär war berechtigt, an der Hauptversammlung teilzunehmen, das Wort zu Gegenständen der Tagesordnung zu ergreifen und sachbezogene Fragen und Anträge zu stellen (2.2.3 / B8).**

Ja = 100,00%      Nein = 0,00%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**9) Der Versammlungsleiter hat für eine zügige Abwicklung der Hauptversammlung gesorgt (2.2.4 (I) / B9).**

Ja = 79,17%      Nein = 0,00%      K. A. = 20,83%      N. m. B. = 0,00%

**10)** Dabei hat sich der Versammlungsleiter davon leiten lassen, dass eine ordentliche Hauptversammlung spätestens nach 4 bis 6 Stunden beendet sein sollte (2.2.4 (II) / A1).

Ja = 0,00%      Nein = 4,17%      K. A. = **95,83%**      N. m. B. = 0,00%

**11)** Die Hauptversammlung der Aktionäre ist vom Vorstand mindestens einmal jährlich unter Angabe der Tagesordnung einberufen worden (2.3.1 (I) / B10).

Ja = 100,00%      Nein = 0,00%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**12)** Aktionärsminderheiten waren berechtigt, die Einberufung einer Hauptversammlung und die Erweiterung der Tagesordnung zu verlangen (2.3.1 (II) / B11).

Ja = 66,67%      Nein = 0,00%      K. A. = **33,33%**      N. m. B. = 0,00%

**13)** Die Einberufung sowie die vom Gesetz für die Hauptversammlung verlangten Berichte und Unterlagen einschließlich des Geschäftsberichts und der Formulare für eine Briefwahl sind auf der Internetseite der Gesellschaft zusammen mit der Tagesordnung veröffentlicht worden (2.3.1 (III) / B12).

Ja = 83,33%      Nein = 12,50%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 4,17%

**14)** *Die Gesellschaft hat allen in- und ausländischen Finanzdienstleistern, Aktionären und Aktionärsvereinigungen die Einberufung der Hauptversammlung mitsamt den Einberufungsunterlagen auf elektronischem Wege übermittelt, wenn die Zustimmungserfordernisse erfüllt waren* (2.3.2 / E1).

Ja = 16,67%      Nein = 4,17%      K. A. = **54,17%**      N. m. B. = 25,00%

**15)** *Die Gesellschaft hat den Aktionären die persönliche Wahrnehmung ihrer Rechte erleichtert* (2.3.3 (I) / E2).

Ja = 91,67%      Nein = 4,17%      K. A. = 4,17%      N. m. B. = 0,00%

**16)** *Auch bei der Briefwahl und der Stimmrechtsvertretung hat die Gesellschaft die Aktionäre unterstützt* (2.3.3 (II) / E3).

Ja = 16,67%      Nein = 20,83%      K. A. = **33,33%**      N. m. B. = 29,17%

**17)** *Der Vorstand hat für die Bestellung eines Vertreters für die weisungsgebundene Ausübung des Stimmrechts der Aktionäre gesorgt* (2.3.3 (III) / E4).

Ja = 83,33%      Nein = 4,17%      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 4,17%

**18)** Dieser war auch während der Hauptversammlung erreichbar (2.3.3 (IV) / A2).

Ja = 41,67%      Nein = 8,33%      K. A. = **45,83%**      N. m. B. = 4,17%

**19)** Die Gesellschaft hat den Aktionären die Verfolgung der Hauptversammlung über moderne Kommunikationsmedien (z.B. Internet) ermöglicht (2.3.4 / A3).

Ja = 4,17%      Nein = 20,83%      K. A. = **66,67%**      N. m. B. = 8,33%

**20) Vorstand und Aufsichtsrat haben zum Wohle des Unternehmens eng zusammen gearbeitet (3.1 / B13).**

Ja = 100,00%      Nein = 0,00      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

Ergänzt durch den immobilienpezifischen Punkt 3.1.i:

**21) Vorstand und Aufsichtsrat in Konzernobergesellschaften haben die Führung der Geschäfte von abhängigen Gesellschaften, insbesondere hinsichtlich der Immobilienaktivitäten, sorgfältig überwacht (3.1.i / IE1).**

Ja = 100,00%      Nein = 0,00      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**22) Der Vorstand hat die strategische Ausrichtung des Unternehmens mit dem Aufsichtsrat abgestimmt und hat mit ihm in regelmäßigen Abständen den Stand der Strategieumsetzung erörtert (3.2 / B14).**

Ja = 95,83%      Nein = 0,00      K. A. = 4,17%      N. m. B. = 0,00%

**23) Für Geschäfte von grundlegender Bedeutung hat die Satzung oder der Aufsichtsrat Zustimmungsvorbehalte zugunsten des Aufsichtsrats festgelegt. Hierzu gehören Entscheidungen oder Maßnahmen, die die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage des Unternehmens grundlegend verändern.**

Bei Immobilienunternehmen gilt dies insbesondere für

- grundlegende Änderungen von Bewertungsverfahren

- Immobilienan- und -verkäufe sowie Projektentwicklungen von eigenen Grundstücken

oberhalb einer in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße festzulegenden Schwelle (3.3 & 3.3.i / B15, B16, IB1).

Ja = 100,00%      Nein = 0,00      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**24) Die ausreichende Informationsversorgung des Aufsichtsrats war gemeinsame Aufgabe von Vorstand und Aufsichtsrat (3.4 (I) / B17).**

Ja = 100,00%      Nein = 0,00      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**25) Der Vorstand hat den Aufsichtsrat regelmäßig, zeitnah und umfassend über alle für das Unternehmen relevanten Fragen der Planung, der Geschäftsentwicklung, der Risikolage, des Risikomanagements und der Compliance informiert (3.4 (II) / B18).**

Ja = 100,00%      Nein = 0,00      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**26) Er ist auf Abweichungen des Geschäftsverlaufs von den aufgestellten Plänen und Zielen unter Angabe von Gründen eingegangen (3.4 (III) / B19).**

Ja = 66,67%      Nein = 0,00%      K. A. = **33,33%**      N. m. B. = 0,00%

**27) Der Aufsichtsrat hat die Informations- und Berichtspflichten des Vorstandes näher festgelegt (3.4 (IV) / E5).**

Ja = 41,67%      Nein = 0,00%      K. A. = **58,33%**      N. m. B. = 0,00%

**28)** Berichte des Vorstands an den Aufsichtsrat sind in der Regel in Textform erstattet worden (3.4 (V) / B20).

Ja = 91,67%                      Nein = 0,00%                      K. A. = 8,33%                      N. m. B. = 0,00%

**29)** Entscheidungsnotwendige Unterlagen, insbesondere der Jahresabschluss, der Konzernabschluss und der Prüfungsbericht sind den Mitgliedern des Aufsichtsrats möglichst rechtzeitig vor der Sitzung zugeleitet worden (3.4 (VI) / B21).

Ja = 87,50%                      Nein = 0,00%                      K. A. = 12,50%                      N. m. B. = 0,00%

**30)** Es hat eine offene Diskussion zwischen Vorstand und Aufsichtsrat sowie im Vorstand und Aufsichtsrat stattgefunden. Die umfassende Wahrung der Vertraulichkeit war dafür von entscheidender Bedeutung. Alle Organmitglieder haben sichergestellt, dass die von ihnen eingeschalteten Mitarbeiter die Verschwiegenheitspflicht in gleicher Weise eingehalten haben (3.5 / B22, B23, B24).

Ja = 91,67%                      Nein = 0,00%                      K. A. = 8,33%                      N. m. B. = 0,00%

**31)** In mitbestimmten Aufsichtsräten haben die Vertreter der Aktionäre und der Arbeitnehmer die Sitzungen des Aufsichtsrats jeweils gesondert, gegebenenfalls mit Mitgliedern des Vorstands, vorbereitet (3.6 (I) / A4).

Ja = 4,17%                      Nein = 0,00%                      K. A. = **95,83%**                      N. m. B. = 0,00%

**32)** Der Aufsichtsrat hat bei Bedarf ohne den Vorstand getagt (3.6 (II) / A5).

Ja = 20,83%                      Nein = 25,00%                      K. A. = **54,17%**                      N. m. B. = 0,00%

**33)** Bei einem Übernahmeangebot haben Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot abgegeben, damit die Aktionäre in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden konnten (3.7 (I) / B25).

Ja = 83,33%                      Nein = 0,00%                      K. A. = 16,67%                      N. m. B. = 0,00%

**34)** Der Vorstand hat nach Bekanntgabe eines Übernahmeangebots keine Handlungen außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsverkehrs vorgenommen, durch die der Erfolg des Angebots hätte verhindert werden können, wenn er dazu nicht von der Hauptversammlung ermächtigt war oder der Aufsichtsrat dem zugestimmt hat. Bei ihren Entscheidungen waren Vorstand und Aufsichtsrat an das beste Interesse der Aktionäre und des Unternehmens gebunden (3.7 (II) / B26, B27).

Ja = 83,33%                      Nein = 0,00%                      K. A. = 16,67%                      N. m. B. = 0,00%

**35)** In angezeigten Fällen hat der Vorstand eine außerordentliche Hauptversammlung einberufen, in der die Aktionäre über das Übernahmeangebot beraten und gegebenenfalls über gesellschaftsrechtliche Maßnahmen beschlossen haben (3.7 (III) / A6).

Ja = 75,00%                      Nein = 4,17%                      K. A. = 20,83%                      N. m. B. = 0,00%

**36)** Vorstand und Aufsichtsrat haben die Regeln ordnungsgemäßer Unternehmensführung zu beachten. Verletzten sie die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters bzw. Aufsichtsratsmitglieds schuldhaft, so haben sie der Gesellschaft gegenüber auf Schadensersatz gehaftet. Bei unternehmerischen Entscheidungen liegt keine Pflichtverletzung vor, wenn



das Mitglied von Vorstand oder Aufsichtsrat vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft gehandelt zu haben (Business Judgement Rule) (3.8 (I) / B28, B29, B30).

Ja = 79,17%      Nein = 0,00%      K. A. = 20,83%      N. m. B. = 0,00%

**37)** Hat die Gesellschaft für den Vorstand eine D&O-Versicherung abgeschlossen, ist ein Selbstbehalt von mindestens 10 % des Schadens bis mindestens zur Höhe des Eineinhalbfachen der festen jährlichen Vergütung des Vorstandsmitglieds vereinbart worden (3.8 (II) / B31).

Ja = 58,33%      Nein = 0,00%      K. A. = **41,67%**      N. m. B. = 0,00%

**38)** *In einer D&O-Versicherung für den Aufsichtsrat ist ein entsprechender Selbstbehalt vereinbart worden (3.8 (III) / E6).*

Ja = 20,83%      Nein = 0,00%      K. A. = **33,33%**      N. m. B. = 45,83%

**39)** Die Gewährung von Krediten des Unternehmens an Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats sowie ihre Angehörigen hat der Zustimmung des Aufsichtsrats bedurft (3.9 / B32).

Ja = 33,33%      Nein = 0,00%      K. A. = **66,67%**      N. m. B. = 0,00%

**40)** *Immobilienengeschäfte zwischen dem Unternehmen und Mitgliedern des Vorstands oder des Aufsichtsrats sind vermieden worden. Soweit sie dennoch abgeschlossen wurden, haben sie die Zustimmung des Aufsichtsrats erhalten (3.9i / IE2, IE3).*

Ja = 33,33%      Nein = 0,00%      K. A. = **66,67%**      N. m. B. = 0,00%

**41)** *Vorstand und Aufsichtsrat haben jährlich im Geschäftsbericht über die Corporate Governance des Unternehmens berichtet (Governance Bericht) (3.10 (I) / E7).*

Ja = 91,67%      Nein = 8,33%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**42)** Hierzu gehört auch die Erläuterung eventueller Abweichungen von den Empfehlungen dieses Kodex (3.10 (II) / B33).

Ja = 95,83%      Nein = 4,17%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**43)** *Dabei konnte auch zu den Kodexanregungen Stellung genommen werden (3.10 (III) / A7).*

Ja = 8,33%      Nein = **91,67%**      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**44)** *Die Gesellschaft hat nicht mehr aktuelle Entsprechenserklärungen zum Kodex fünf Jahre lang auf ihrer Internetseite zugänglich gehalten (3.10 (IV) / E8).*

Ja = 79,17%      Nein = 20,83%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**45)** Der Vorstand hat das Unternehmen in eigener Verantwortung und im Unternehmensinteresse, also unter Berücksichtigung der Belange der Aktionäre, seiner Arbeitnehmer und der sonstigen, dem Unternehmen verbundenen Gruppe (Stakeholder) mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung geleitet (4.1.1 / B34).

Ja = 100,00%      Nein = 0,00%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**46)** Der Vorstand hat die strategische Ausrichtung des Unternehmens entwickelt, hat sie mit dem Aufsichtsrat abgestimmt und für ihre Umsetzung gesorgt (4.1.2 / B35).

Ja = 100,00%      Nein = 0,00%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**47)** Der Vorstand hat für die Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen und der unternehmensinternen Richtlinien gesorgt und hat auf deren Beachtung durch die Konzernunternehmen hingewirkt (Compliance) (4.1.3 / B36).

Ja = 91,67%      Nein = 0,00%      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 0,00%

**48)** Der Vorstand hat für ein angemessenes Risikomanagement und Risikocontrolling im Unternehmen gesorgt (4.1.4 / B37).

Ja = 95,83%      Nein = 0,00%      K. A. = 4,17%      N. m. B. = 0,00%

**49)** *Der Vorstand hat bei der Besetzung von Führungsfunktionen im Unternehmen auf Vielfalt (Diversity) geachtet... (4.1.5 (I) / E9).*

Ja = 20,83%      Nein = 0,00%      K. A. = **70,83%**      N. m. B. = 8,33%

**50)** *...und dabei insbesondere eine angemessene Berücksichtigung von Frauen angestrebt (4.1.5 (II) / E10).*

Ja = 20,83%      Nein = 4,17%      K. A. = **66,67%**      N. m. B. = 8,33%

**51)** *Vorstandsmitglieder von Gesellschaften, die im Immobiliengeschäft tätig sind, haben über eine einschlägige Ausbildung oder ausreichende Erfahrungen verfügt (4.2.i (I) / IE4).*

Ja = 83,33%      Nein = 0,00%      K. A. = 16,67%      N. m. B. = 0,00%

**52)** *In Vorständen von Unternehmen, deren Konzerngesellschaften in einem Maße im Immobiliengeschäft tätig sind, das auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des herrschenden Unternehmens nicht unerheblichen Einfluss haben kann, hatte mindestens ein Mitglied des Vorstands besondere Kenntnisse oder ausreichende Erfahrungen im Immobiliengeschäft aufzuweisen (4.2.i (II) / IA1).*

Ja = 83,33%      Nein = 0,00%      K. A. = 16,67%      N. m. B. = 0,00%

**53)** *Der Vorstand bestand aus mehreren Personen und hatte einen Vorsitzenden oder Sprecher (4.2.1 (I) / E11, E12).*

Ja = 70,83%      Nein = 4,17%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 25,00%

**54)** *Eine Geschäftsordnung hat die Arbeit des Vorstands, insbesondere die Ressortzuständigkeiten einzelner Vorstandsmitglieder, die dem Gesamtvorstand vorbehaltenen Angelegenheiten sowie die erforderliche Beschlussmehrheit bei Vorstandsbeschlüssen (Einstimmigkeit oder Mehrheitsbeschluss) geregelt (4.2.1 (II) / E13, E14, E15).*

Ja = 87,50%      Nein = 0,00%      K. A. = 4,17%      N. m. B. = 8,33%

**55)** Das Aufsichtsratsplenium hat auf Vorschlag des Gremiums, das die Vorstandsverträge behandelt, die Gesamtvergütung der einzelnen Vorstandsmitglieder festgesetzt (4.2.2 (I) / B38).

Ja = 87,50%      Nein = 0,00%      K. A. = 12,50%      N. m. B. = 0,00%

**56)** *und das Vergütungssystem für den Vorstand beschlossen und regelmäßig überprüft (4.2.2 (II) / E16, E17).*

Ja = 75,00%      Nein = 0,00%      K. A. = 25,00%      N. m. B. = 0,00%

**57)** Die Gesamtvergütung der einzelnen Vorstandsmitglieder wurde vom Aufsichtsratsplenum unter Einbeziehung von etwaigen Konzernbezügen auf der Grundlage einer Leistungsbeurteilung festgelegt (4.2.2 (III) / B39).

Ja = 75,00%      Nein = 0,00%      K. A. = 25,00%      N. m. B. = 0,00%

**58)** Kriterien für die Angemessenheit der Vergütung bildeten sowohl die Aufgaben des einzelnen Vorstandsmitglieds, seine persönliche Leistung, die wirtschaftliche Lage, der Erfolg und die Zukunftsaussichten des Unternehmens als auch die Üblichkeit der Vergütung unter Berücksichtigung des Vergleichsumfelds und der Vergütungsstruktur, die ansonsten in der Gesellschaft galten (4.2.2 (IV) / B40).

Ja = 70,83%      Nein = 0,00%      K. A. = **29,17%**      N. m. B. = 0,00%

**59)** *Soweit vom Aufsichtsrat zur Beurteilung der Angemessenheit der Vergütung ein externer Vergütungsexperte hinzugezogen wurde, ist auf dessen Unabhängigkeit vom Vorstand bzw. vom Unternehmen geachtet worden (4.2.2 (V) / E18, E19).*

Ja = 54,17%      Nein = 0,00%      K. A. = **45,83%**      N. m. B. = 0,00%

**60)** „Die Gesamtvergütung der Vorstandsmitglieder umfasst die monetären Vergütungsteile, die Versorgungszusagen, die sonstigen Zusagen, insbesondere für den Fall der Beendigung der Tätigkeit, Nebenleistungen jeder Art und Leistungen von Dritten, die im Hinblick auf die Vorstandstätigkeit zugesagt oder im Geschäftsjahr gewährt wurden.“ (4.2.3 (I) / B41).

Ja = 87,50%      Nein = 0,00%      K. A. = 12,50%      N. m. B. = 0,00%

**61)** Die Vergütungsstruktur ist auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichtet (4.2.3 (II) / B42).

Ja = 66,67%      Nein = 0,00%      K. A. = **33,33%**      N. m. B. = 0,00%

**62)** *Die monetären Vergütungsteile umfassten fixe und variable Bestandteile (4.2.3 (III) / E20).*

Ja = 83,33%      Nein = 4,17%      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 4,17%

**63)** Der Aufsichtsrat hat dafür gesorgt, dass variable Vergütungsteile grundsätzlich eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben (4.2.3 (IV) / B43).

Ja = 62,50%      Nein = 12,50%      K. A. = 20,83%      N. m. B. = 4,17%

**64)** *Sowohl positiven als auch negativen Entwicklungen ist bei der Ausgestaltung der variablen Vergütungsteile Rechnung getragen worden (4.2.3 (V) / E21).*

Ja = 50,00%      Nein = 8,33%      K. A. = 25,00%      N. m. B. = 16,67%

**65)** Sämtliche Vergütungsbestandteile sind für sich und insgesamt angemessen und dürfen insbesondere nicht zum Eingehen unangemessener Risiken verleiten (4.2.3 (VI) / B44).

Ja = 70,83%      Nein = 0,00%      K. A. = **29,17%**      N. m. B. = 0,00%

**66)** Als variable Vergütungsteile sind z.B. auf das Unternehmen bezogene aktien- oder kennzahlbasierte Vergütungselemente in Betracht gekommen (4.2.3 (VII) / B45).

Ja = 66,67                      Nein = 8,33%                      K. A. = 20,83%                      N. m. B. = 4,17%

**67)** *Sie sind auf anspruchsvolle, relevante Vergleichsparameter bezogen. Eine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele oder der Vergleichsparameter ist ausgeschlossen (4.2.3 (VIII) / E22, E23).*

Ja = 33,33%                      Nein = 12,50%                      K. A. = **41,67%**                      N. m. B. = 12,50%

**68)** Für außerordentliche Entwicklungen hat der Aufsichtsrat grundsätzlich eine Begrenzungsmöglichkeit (Cap) vereinbart (4.2.3 (IX) / B46).

Ja = 54,17%                      Nein = 4,17%                      K. A. = **41,67%**                      N. m. B. = 0,00%

**69)** *Bei Abschluss von Vorstandsverträgen ist darauf geachtet worden, dass Zahlungen an ein Vorstandsmitglied bei vorzeitiger Beendigung der Vorstandstätigkeit ohne wichtigen Grund einschließlich Nebenleistungen den Wert von zwei Jahresvergütungen nicht überschritten hat (Abfindungs-Cap) und nicht mehr als die Restlaufzeit des Anstellungsvertrages vergütet hat. Für die Berechnung des Abfindungs-Caps ist auf die Gesamtvergütung des abgelaufenen Geschäftsjahres und gegebenenfalls auch auf die voraussichtliche Gesamtvergütung für das laufende Geschäftsjahr abgestellt worden (4.2.3 (X) / E24, E25, E26).*

Ja = 45,83%                      Nein = 8,33%                      K. A. = 20,83%                      N. m. B. = 25,00%

**70)** *Eine Zusage für Leistungen aus Anlass der vorzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit infolge eines Kontrollwechsels (Change of Control) hat 150 % des Abfindungs-Caps nicht überstiegen (4.2.3 (XI) / E27).*

Ja = 37,50%                      Nein = 20,83%                      K. A. = **37,50%**                      N. m. B. = 4,17%

**71)** *Der Vorsitzende des Aufsichtsrats hat die Hauptversammlung über die Grundzüge des Vergütungssystems und deren Veränderungen informiert (4.2.3 (XII) / E28).*

Ja = 83,33%                      Nein = 12,50%                      K. A. = 0,00%                      N. m. B. = 4,17%

**72)** Die Gesamtvergütung eines jeden Vorstandsmitglieds wurde, aufgeteilt nach fixen und variablen Vergütungsteilen, unter Namensnennung offengelegt. Gleiches gilt für Zusagen auf Leistungen, die einem Vorstandsmitglied für den Fall der vorzeitigen oder regulären Beendigung der Tätigkeit als Vorstandsmitglied gewährt wurden oder die während des Geschäftsjahres geändert worden sind (4.2.4 (I) / B47, B48).

Ja = 87,50%                      Nein = 12,50%                      K. A. = 0,00%                      N. m. B. = 0,00%

**73)** Die Offenlegung ist unterblieben, wenn die Hauptversammlung dies mit Dreiviertelmehrheit anderweitig beschlossen hat (4.2.4 (II) / B49).

Ja = 83,33%                      Nein = 0,00%                      K. A. = 16,67%                      N. m. B. = 0,00%

**74)** *Die Offenlegung ist in einem Vergütungsbericht erfolgt, der als Teil des Corporate Governance Berichts auch das Vergütungssystem für die Vorstandsmitglieder in allgemein verständlicher Form erläutert hat. Der Vergütungsbericht enthält auch Angaben zur Art der von der Gesellschaft erbrachten Nebenleistungen (4.2.5 / E29, E30). Auch diese beiden Empfehlungen wurden zusammen untersucht.*

Ja = 70,83%                      Nein = 20,83%                      K. A. = 0,00%                      N. m. B. = 8,33%

**75) Vorstandsmitglieder unterlagen während ihrer Tätigkeit für das Unternehmen einem umfassenden Wettbewerbsverbot (4.3.1 / B50).**

Ja = 70,83%                  Nein = 8,33%                  K. A. = 20,83%                  N. m. B. = 0,00%

**76) Vorstandsmitglieder und Mitarbeiter haben im Zusammenhang mit ihrer Tätigkeit weder für sich noch für andere Personen von Dritten Zuwendungen oder sonstige Vorteile gefordert oder angenommen oder Dritten ungerechtfertigte Vorteile gewährt (4.3.2 / B51).**

Ja = 75,00%                  Nein = 0,00%                  K. A. = 25,00%                  N. m. B. = 0,00%

**77) Die Vorstandsmitglieder waren dem Unternehmensinteresse verpflichtet. Kein Mitglied des Vorstands hat bei seinen Entscheidungen persönliche Interessen verfolgt und Geschäftschancen, die dem Unternehmen zustanden, für sich genutzt (4.3.3 / B52).**

Ja = 83,33%                  Nein = 0,00%                  K. A. = 16,67%                  N. m. B. = 0,00%

**78) *Jedes Vorstandsmitglied hat Interessenkonflikte dem Aufsichtsrat gegenüber unverzüglich offengelegt und die anderen Vorstandsmitglieder hierüber informiert (4.3.4 (I) / E31).***

Ja = 83,33%                  Nein = 0,00%                  K. A. = 16,67%                  N. m. B. = 0,00%

**79) Alle Geschäfte zwischen dem Unternehmen einerseits und den Vorstandsmitgliedern sowie ihnen nahestehenden Personen oder ihnen persönlich nahestehenden Unternehmen andererseits haben branchenüblichen Standards entsprochen (4.3.4 (II) / B53).**

Ja = 83,33%                  Nein = 0,00%                  K. A. = 16,67%                  N. m. B. = 0,00%

**80) *Wesentliche Geschäfte haben der Zustimmung des Aufsichtsrats bedurft (4.3.4 (III) / E32).***

Ja = 100,00%                  Nein = 0,00%                  K. A. = 0,00%                  N. m. B. = 0,00%

**81) *Vorstandsmitglieder haben Nebentätigkeiten, insbesondere Aufsichtsratsmandate außerhalb des Unternehmens, nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats übernommen (4.3.5 / E33).***

Ja = 25,00%                  Nein = 0,00%                  K. A. = **66,67%**                  N. m. B. = 8,33%

**82) *Bei Immobiliengeschäften des Unternehmens ist schon der Anschein eines Interessenkonfliktes vermieden worden (4.3.6.i (I) / IA2).***

Ja = 70,83%                  Nein = 4,17%                  K. A. = 25,00%                  N. m. B. = 0,00%

**83) Bei jedem derartigen Geschäft sind ausschließlich die Interessen des Unternehmens beachtet worden. Mitglieder des Vorstands haben keine persönlichen Vorteile aus Geschäften des Unternehmens gezogen (4.3.6.i (II) / IB2).**

Ja = 83,33%                  Nein = 0,00%                  K. A. = 16,67%                  N. m. B. = 0,00%

**84) *Privat durchgeführte Immobiliengeschäfte und private Aufträge zu solchen Geschäften durch Mitglieder des Vorstands sind dem Vorsitzenden des Aufsichtsrats offengelegt worden (4.3.6.i (III) / IE5).***

Ja = 4,17%                  Nein = 0,00%                  K. A. = **95,83%**                  N. m. B. = 0,00%

**85) *Die Mitglieder des Vorstands haben auf die Einhaltung der Grundsätze zur Vermeidung von Interessenkonflikten geachtet, insbesondere bei:***

- *Geschäften zwischen verbundenen Unternehmen*

- *bei Immobilienan- und verkäufen*

- *bei Auftragsvergaben im Immobilienbereich (4.3.6.i (IV) / IE6).*

Ja = 70,83%      Nein = 0,00%      K. A. = **29,17%**      N. m. B. = 0,00%

**86)** Der Aufsichtsrat hat Verfahrensregeln für den Einzelfall festlegt (4.3.6.i (V) / IA3).

Ja = 25,00%      Nein = 0,00%      K. A. = **75,00%**      N. m. B. = 0,00%

**87)** Der Aufsichtsrat hat den Vorstand bei der Leitung des Unternehmens regelmäßig beraten und überwacht. Er ist in Entscheidungen von grundlegender Bedeutung für das Unternehmen eingebunden worden (5.1.1 / B54, B55)

Ja = 100,00%      Nein = 0,00%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**88)** *Bei Immobiliengeschäften von erheblicher Bedeutung hat der Aufsichtsrat*

- *die frühzeitige und ausreichende Information seiner Mitglieder sichergestellt*

- *Frequenz und Zeitbudget für Sitzungen entsprechend dem Geschäftsvolumen und den Geschäftserfordernissen angemessen geregelt*

- *insgesamt den Mitgliedern die Wahrnehmung ihrer Kontrollfunktion erleichtert (5.1.1.i / IE7).*

Ja = 91,67%      Nein = 0,00%      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 0,00%

**89)** Der Aufsichtsrat hat die Mitglieder des Vorstands bestellt und entlassen (5.1.2 (I) / B56).

Ja = 100,00%      Nein = 0,00%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**90)** *Bei der Zusammensetzung des Vorstands hat der Aufsichtsrat auch auf Vielfalt (Diversity) geachtet und dabei insbesondere eine angemessene Berücksichtigung von Frauen angestrebt (5.1.2 (II) / E34, E35).*

Ja = 16,67%      Nein = **45,83%**      K. A. = 4,17%      N. m. B. = 33,33%

**91)** *Der Aufsichtsrat hat gemeinsam mit dem Vorstand für eine langfristige Nachfolgeplanung gesorgt (5.1.2 (III) / E36).*

Ja = 20,83%      Nein = 0,00%      K. A. = **70,83%**      N. m. B. = 8,33%

**92)** *Der Aufsichtsrat kann die Vorbereitung der Bestellung von Vorstandsmitgliedern sowie die Behandlung der Bedingungen des Anstellungsvertrages, einschließlich der Vergütung, Ausschüssen übertragen. Bei Erstbestellungen war die maximal mögliche Bestelldauer von fünf Jahren nicht die Regel (5.1.2 (IV) / A8, A9).*

Ja = 37,50%      Nein = 8,33%      K. A. = 4,17%      N. m. B. = 50,00%

**93)** *Eine Wiederbestellung vor Ablauf eines Jahres vor dem Ende der Bestelldauer bei gleichzeitiger Aufhebung der laufenden Bestellung ist nur beim Vorliegen besonderer Umstände erfolgt (5.1.2 (V) / E37).*

Ja = 29,17%      Nein = 0,00%      K. A. = **70,83%**      N. m. B. = 0,00%

**94)** *Eine Altersgrenze für Vorstandsmitglieder ist festgelegt worden (5.1.2 (VI) / E38).*

Ja = 20,83%      Nein = 0,00%      K. A. = **54,17%**      N. m. B. = 25,00%

**95)** *Der Aufsichtsrat hat sich eine Geschäftsordnung gegeben (5.1.3 / E39).*

Ja = 91,67%      Nein = 0,00%      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 0,00%

**96)** Der Aufsichtsratsvorsitzende hat die Arbeit im Aufsichtsrat koordiniert, dessen Sitzungen geleitet und hat die Belange des Aufsichtsrats nach außen wahrgenommen (5.2 (I) / B57).

Ja = 95,83%      Nein = 0,00%      K. A. = 4,17%      N. m. B. = 0,00%

**97)** *Der Aufsichtsratsvorsitzende war zugleich Vorsitzender der Ausschüsse, die die Vorstandsverträge behandeln und die Aufsichtsratssitzungen vorbereiten (5.2 (II) / E40, E41).*

Ja = 25,00%      Nein = 12,50      K. A. = 12,50%      N. m. B. = 50,00%

**98)** *Den Vorsitz im Prüfungsausschuss (Audit Committee) hatte er nicht inne (5.2 (III) / A10).*

Ja = 33,33%      Nein = 4,17%      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 54,17%

**99)** *Der Aufsichtsratsvorsitzende hat mit dem Vorstand, insbesondere mit dem Vorsitzenden bzw. Sprecher des Vorstands, regelmäßig Kontakt gehalten und mit ihm die Strategie, die Geschäftsentwicklung und das Risikomanagement des Unternehmens beraten (5.2 (IV) / E42).*

Ja = 91,67%      Nein = 0,00%      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 0,00%

**100)** Der Aufsichtsratsvorsitzende ist über wichtige Ereignisse, die für die Beurteilung der Lage und Entwicklung sowie für die Leitung des Unternehmens von wesentlicher Bedeutung sind, unverzüglich durch den Vorsitzenden bzw. Sprecher des Vorstands informiert worden (5.2 (V) / B58).

Ja = 91,67%      Nein = 0,00%      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 0,00%

**101)** *Der Aufsichtsratsvorsitzende hat sodann den Aufsichtsrat unterrichtet und erforderlichenfalls eine außerordentliche Aufsichtsratssitzung einberufen (5.2 (VI) / E43).*

Ja = 37,50%      Nein = 0,00%      K. A. = **62,50%**      N. m. B. = 0,00%

**102)** *Der Aufsichtsrat hat abhängig von den spezifischen Gegebenheiten des Unternehmens und der Anzahl seiner Mitglieder fachlich qualifizierte Ausschüsse gebildet. Diese dienen der Steigerung der Effizienz der Aufsichtsratsarbeit und der Behandlung komplexer Sachverhalte (5.3.1 (I) / E44).*

Ja = 45,83%      Nein = 4,17%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 50,00%

**103)** Die jeweiligen Ausschussvorsitzenden haben dem Aufsichtsrat regelmäßig über die Arbeit der Ausschüsse berichtet (5.3.1 (II) / B59).

Ja = 91,67%      Nein = 0,00%      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 0,00%

**104)** *Der Aufsichtsrat hat einen Prüfungsausschuss (Audit Committee) eingerichtet, der sich insbesondere mit Fragen der Rechnungslegung, des Risikomanagements und der Compliance, der erforderlichen Unabhängigkeit des Abschlussprüfers, der Erteilung des Prüfungsauftrags an den Abschlussprüfer, der Bestimmung von Prüfungsschwerpunkten und der Honorarvereinbarung befasst hat (5.3.2 (I) / E45).*

Ja = 41,67%      Nein = 4,17%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 54,17%

**105)** *Der Vorsitzende des Prüfungsausschusses hat über besondere Kenntnisse und Erfahrungen in der Anwendung von Rechnungslegungsgrundsätzen und internen Kontrollverfahren verfügt (5.3.2 (II) / E46, E47).*

Ja = 33,33%      Nein = 4,17%      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 54,17%

**106)** *Er war unabhängig und kein ehemaliges Vorstandsmitglied der Gesellschaft, dessen Bestellung vor weniger als zwei Jahren endete (5.3.2 (III) / A11, A12).*

Ja = 25,00%      Nein = 4,17%      K. A. = 16,67%      N. m. B. = 54,17%

**107)** *Bei Immobilienunternehmen wurde der Aufsichtsrat bzw. das Audit Committee mit der Bewertung des Immobilienbestandes befasst (5.3.2.i (I) / IE8).*

Ja = 12,50%      Nein = 4,17%      K. A. = **62,50%**      N. m. B. = 20,83%

**108)** *Diese Aufgabe konnte auch einem gesonderten Bewertungsausschuss übertragen werden (5.3.2.i (II) / IA4).*

Ja = 0,00%      Nein = **41,67%**      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 50,00%

**109)** *Der Aufsichtsrat hat einen Nominierungsausschuss gebildet, der ausschließlich mit Vertretern der Anteilseigner besetzt war und dem Aufsichtsrat für dessen Wahlvorschläge an die Hauptversammlung geeignete Kandidaten vorgeschlagen hat (5.3.3 / E48).*

Ja = 12,50%      Nein = 12,50%      K. A. = 4,17%      N. m. B. = 70,83%

**110)** Der Aufsichtsrat konnte weitere Sachthemen zur Behandlung in einen oder mehrere Ausschüsse verweisen. Hierzu gehören u. a. die Strategie des Unternehmens, die Vergütung der Vorstandsmitglieder, Investitionen und Finanzierungen (5.3.4 / B60, B61).

Ja = 100,00%      Nein = 0,00      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**111)** *Der Aufsichtsrat konnte vorsehen, dass Ausschüsse die Sitzungen des Aufsichtsrats vorbereiten und darüber hinaus auch anstelle des Aufsichtsrats entscheiden konnten (5.3.5 / A13).*

Ja = 33,33%      Nein = 4,17%      K. A. = 12,50%      N. m. B. = 50,00%

**112)** Der Aufsichtsrat war so zusammzusetzen, dass seine Mitglieder insgesamt über die zur ordnungsgemäßen Wahrnehmung der Aufgaben erforderlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und fachlichen Erfahrungen verfügten (5.4.1 (I) / B62).

Ja = 95,83%      Nein = 0,00%      K. A. = 4,17%      N. m. B. = 0,00%

**113)** *Der Aufsichtsrat hat für seine Zusammensetzung konkrete Ziele genannt, die unter Beachtung der unternehmensspezifischen Situation die internationale Tätigkeit des Unternehmens, potentielle Interessenkonflikte, eine festzulegende Altersgrenze für Aufsichtsratsmitglieder und Vielfalt (Diversity) berücksichtigt haben. Diese konkreten Ziele haben insbesondere eine angemessene Beteiligung von Frauen vorgesehen. Vorschläge des Aufsichtsrats an die zuständigen Wahlgremien haben diese Ziele berücksichtigt. Die Zielsetzung des Aufsichtsrats und der Stand der Umsetzung sind im Corporate Governance Bericht veröffentlicht worden (5.4.1 (II) / E49, E50, E51, E52, E53, E54, E55).*



Ja = 20,83%      Nein = 8,33%      K. A. = 4,17%      N. m. B. = 66,67%

**114)** Die Mitglieder des Aufsichtsrates haben die für ihre Aufgaben erforderlichen Aus- und Fortbildungsmaßnahmen eigenverantwortlich wahrgenommen (5.4.1 (III) / B63).

Ja = 25,00%      Nein = 4,17%      K. A. = **70,83%**      N. m. B. = 0,00%

**115)** *dabei sind sie von der Gesellschaft angemessen unterstützt worden* (5.4.1 (IV) / E56).

Ja = 29,17%      Nein = 4,17%      K. A. = **62,50%**      N. m. B. = 4,17%

**116)** In Aufsichtsräten von Unternehmen, deren Konzerngesellschaften in einem Maße im Immobiliengeschäft tätig sind, das auf die Vermögens- Finanz- und Ertragslage des herrschenden Unternehmens nicht unerheblich Einfluss haben kann, hat mindestens ein Mitglied des Aufsichtsrats besondere Kenntnisse oder ausreichende Erfahrung im Immobiliengeschäft aufzuweisen (5.4.i (I) / IA5).

Ja = 91,67%      Nein = 0,00%      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 0,00%

**117)** *In Aufsichtsräten der Immobiliengesellschaften hat eine hinreichende Zahl von Aufsichtsratsmitgliedern über derartige besondere Kenntnisse oder Erfahrungen verfügt* (5.4.i (II) / IE9).

Ja = 91,67%      Nein = 0,00%      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 0,00%

**118)** *Um eine unabhängige Beratung und Überwachung des Vorstands durch den Aufsichtsrat zu ermöglichen, hat dem Aufsichtsrat eine nach seiner Einschätzung ausreichende Anzahl unabhängiger Mitglieder angehört* (5.4.2 (I) / E57).

Ja = 50,00%      Nein = 0,00%      K. A. = **45,83%**      N. m. B. = 4,17%

**119)** Ein Aufsichtsratsmitglied ist als unabhängig anzusehen, wenn es in keiner geschäftlichen oder persönlichen Beziehung zu der Gesellschaft oder deren Vorstand steht, die einen Interessenkonflikt begründet (5.4.2 (II) / B64).

Ja = 62,50%      Nein = 0,00%      K. A. = **37,50%**      N. m. B. = 0,00%

**120)** *Dem Aufsichtsrat haben nicht mehr als zwei ehemalige Mitglieder des Vorstands angehört. Aufsichtsratsmitglieder haben keine Organfunktion oder Beratungsaufgaben bei wesentlichen Wettbewerbern des Unternehmens ausgeübt* (5.4.2 (III) / E58, E59).

Ja = 50,00%      Nein = 0,00%      K. A. = **45,83%**      N. m. B. = 4,17%

**121)** *Wahlen zum Aufsichtsrat wurden als Einzelwahl durchgeführt. Ein Antrag auf gerichtliche Bestellung eines Aufsichtsratsmitglieds war bis zur nächsten Hauptversammlung befristet. Kandidatenvorschläge für den Aufsichtsratsvorsitz sind den Aktionären bekannt gegeben worden* (5.4.3 / E60, E61, E62).

Ja = 25,00%      Nein = 0,00%      K. A. = **62,50%**      N. m. B. = 12,50%

**122)** Vorstandsmitglieder dürfen vor Ablauf von zwei Jahren nach dem Ende ihrer Bestellung nicht Mitglied des Aufsichtsrats der Gesellschaft werden, es sei denn ihre Wahl erfolgt auf Vorschlag von Aktionären, die mehr als 25 % der Stimmrechte an der Gesellschaft halten (5.4.4 (I) / B65).

Ja = 37,50%      Nein = 0,00%      K. A. = **62,50%**      N. m. B. = 0,00%

**123)** *In letzterem Fall war der Wechsel in den Aufsichtsratsvorsitz eine, der Hauptversammlung zu begründende Ausnahme (5.4.4 (II) / E63).*

Ja = 37,50%      Nein = 0,00%      K. A. = **62,50%**      N. m. B. = 0,00%

**124)** Jedes Aufsichtsratsmitglied hat darauf geachtet, dass ihm für die Wahrnehmung seiner Mandate genügend Zeit zur Verfügung stand (5.4.5 (I) / B66).

Ja = 16,67%      Nein = 4,17%      K. A. = **79,17%**      N. m. B. = 0,00%

**125)** *Wer dem Vorstand einer börsennotierten Gesellschaft angehört, hat insgesamt nicht mehr als drei Aufsichtsratsmandate in konzernexternen börsennotierten Gesellschaften oder in Aufsichtsgremien von Gesellschaften mit vergleichbaren Anforderungen wahrgenommen (5.4.5 (II) / E64).*

Ja = 66,67%      Nein = 12,50%      K. A. = 20,83%      N. m. B. = 0,00%

**126)** Die Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder ist durch Beschluss der Hauptversammlung oder in der Satzung festgelegt worden. Sie hat der Verantwortung und dem Tätigkeitsumfang der Aufsichtsratsmitglieder sowie der wirtschaftlichen Lage und dem Erfolg des Unternehmens Rechnung getragen (5.4.6 (I) / B67, B68).

Ja = 100,00%      Nein = 0,00%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**127)** *Dabei wurde der Vorsitz und der stellvertretende Vorsitz im Aufsichtsrat sowie der Vorsitz und die Mitgliedschaft in den Ausschüssen berücksichtigt (5.4.6 (II) / E65, E66).*

Ja = 50,00%      Nein = 20,83%      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 20,83%

**128)** *Die Mitglieder des Aufsichtsrats haben neben einer festen auch eine erfolgsorientierte Vergütung erhalten (5.4.6 (III) / E67).*

Ja = 50,00%      Nein = 8,33%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 41,67%

**129)** *Die erfolgsorientierte Vergütung enthält auch auf den langfristigen Unternehmenserfolg bezogene Bestandteile (5.4.6 (IV) / A14).*

Ja = 16,67%      Nein = **41,67%**      K. A. = 4,17%      N. m. B. = 37,50%

**130)** *Die Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder ist im Corporate Governance Bericht individualisiert, aufgegliedert nach Bestandteilen ausgewiesen. Auch die vom Unternehmen an die Mitglieder des Aufsichtsrats gezahlten Vergütungen oder gewährten Vorteile für persönlich erbrachte Leistungen, insbesondere Beratungs- und Vermittlungsleistungen, sind individualisiert im Corporate Governance Bericht gesondert angegeben (5.4.6 (V) / E68, E69).*

Ja = 50,00%      Nein = **33,33%**      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 16,67%

**131)** *Falls ein Mitglied des Aufsichtsrats in einem Geschäftsjahr an weniger als der Hälfte der Sitzungen des Aufsichtsrats teilgenommen hat, ist dies im Bericht des Aufsichtsrats vermerkt worden (5.4.7 / E70).*

Ja = 54,17%      Nein = 0,00%      K. A. = **45,83%**      N. m. B. = 0,00%

**132)** Jedes Mitglied des Aufsichtsrats ist dem Unternehmensinteresse verpflichtet. Es hat bei seinen Entscheidungen weder persönliche Interessen verfolgt noch Geschäftschancen, die dem Unternehmen zustehen, für sich genutzt (5.5.1 / B69).

Ja = 70,83%      Nein = 4,17%      K. A. = 25,00%      N. m. B. = 0,00%

**133)** Bei Immobiliengeschäften des Unternehmens ist schon der Anschein eines Interessenkonfliktes vermieden worden (5.5.i (I) / IA6).

Ja = 70,83%      Nein = 4,17%      K. A. = 25,00%      N. m. B. = 0,00%

**134)** Bei jedem derartigen Geschäft sind ausschließlich die Interessen des Unternehmens beachtet worden. Mitglieder des Aufsichtsrats haben keine persönlichen Vorteile aus Geschäften des Unternehmens gezogen (5.5.i (II) / IB3).

Ja = 70,83%      Nein = 4,17%      K. A. = 25,00%      N. m. B. = 0,00%

**135)** *Privat durchgeführte Immobiliengeschäfte und private Aufträge zu solchen Geschäften durch Mitglieder des Aufsichtsrats sind dem Vorsitzenden des Aufsichtsrats offengelegt worden (5.5.i (III) / IE10).*

Ja = 12,50%      Nein = 0,00%      K. A. = **87,50%**      N. m. B. = 0,00%

**136)** *Die Mitglieder des Aufsichtsrats haben auf die Einhaltung der Grundsätze zur Vermeidung von Interessenkonflikten geachtet, insbesondere bei:*

- *Geschäften zwischen verbundenen Unternehmen*

- *bei Immobilienan- und verkäufen*

- *bei Auftragsvergaben im Immobilienbereich (5.5.i (IV) / IE11).*

Ja = 66,67%      Nein = 4,17%      K. A. = **29,17%**      N. m. B. = 0,00%

**137)** Der Aufsichtsrat hat Verfahrensregeln für den Einzelfall festlegt (5.5.i (V) / IA7).

Ja = 29,17%      Nein = 0,00%      K. A. = **70,83%**      N. m. B. = 0,00%

**138)** *Jedes Aufsichtsratsmitglied hat Interessenkonflikte, insbesondere solche, die auf Grund einer Beratung oder Organfunktion bei Kunden, Lieferanten, Kreditgebern oder sonstigen Geschäftspartnern entstehen konnten, dem Aufsichtsrat gegenüber offengelegt (5.5.2 / E71).*

Ja = 83,33%      Nein = 0,00%      K. A. = 16,67%      N. m. B. = 0,00%

**139)** *Der Aufsichtsrat hat in seinem Bericht an die Hauptversammlung über aufgetretene Interessenkonflikte und deren Behandlung informiert. Wesentliche und nicht nur vorübergehende Interessenkonflikte in der Person eines Aufsichtsratsmitglieds haben zur Beendigung des Mandats geführt (5.5.3 / E72, E73).*

Ja = 75,00%      Nein = 0,00%      K. A. = 20,83%      N. m. B. = 4,17%

**140)** Berater- und sonstige Dienstleistungs- und Werkverträge eines Aufsichtsratsmitglieds mit der Gesellschaft haben der Zustimmung des Aufsichtsrats bedurft (5.5.4 / B70).

Ja = 66,67%      Nein = 0,00%      K. A. = **33,33%**      N. m. B. = 0,00%

**141)** *Der Aufsichtsrat hat regelmäßig die Effizienz seiner Tätigkeit überprüft (5.6 / E74)*

Ja = 58,33%      Nein = 0,00%      K. A. = **33,33%**      N. m. B. = 8,33%

**142)** Der Vorstand hat Insiderinformationen, die die Gesellschaft unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlicht, soweit er nicht im Einzelfall von der Veröffentlichungspflicht befreit war (6.1 / B71).

Ja = 100,00%      Nein = 0,00%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**143)** *Immobilien-gesellschaften haben auch Immobiliengeschäfte unverzüglich veröffentlicht, deren jeweiliges Gesamtvolumen 5 % des Bilanzwertes der Grundstücke und Gebäude, die als Anlage-, Umlauf- und Beteiligungsvermögen ausgewiesen sind, überschritten haben. Dies gilt nicht für Rettungserwerbe durch Kreditinstitute (6.1.i / IE12).*

Ja = 20,83%      Nein = 0,00%      K. A. = **79,17%**      N. m. B. = 0,00%

**144)** Sobald der Gesellschaft bekannt wird, dass jemand durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 oder 75 % der Stimmrechte an der Gesellschaft erreicht, über- oder unterschreitet, wurde dies vom Vorstand unverzüglich veröffentlicht (6.2 / B72).

Ja = 91,67%      Nein = 0,00%      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 0,00%

**145)** Die Gesellschaft hat die Aktionäre bei Informationen gleich behandelt (6.3 (I) / B73).

Ja = 70,83%      Nein = 0,00%      K. A. = **29,17%**      N. m. B. = 0,00%

**146)** *Sie hat ihnen unverzüglich sämtliche neuen Tatsachen, die Finanzanalysten und vergleichbaren Adressaten mitgeteilt worden sind, zur Verfügung gestellt (6.3 (II) / E75).*

Ja = 62,50%      Nein = 0,00%      K. A. = **37,50%**      N. m. B. = 0,00%

**147)** *Zur zeitnahen und gleichmäßigen Information der Aktionäre und Anleger hat die Gesellschaft geeignete Kommunikationsmedien, wie etwa das Internet, genutzt (6.4 / E76).*

Ja = 100,00%      Nein = 0,00%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**148)** *Informationen, die die Gesellschaft im Ausland aufgrund der jeweiligen kapitalmarkt-rechtlichen Vorschriften veröffentlicht hat, sind auch im Inland unverzüglich bekannt gegeben worden (6.5 / E77).*

Ja = 16,67%      Nein = 0,00%      K. A. = **83,33%**      N. m. B. = 0,00%

**149)** *Über die gesetzliche Pflicht zur unverzüglichen Mitteilung und Veröffentlichung von Geschäften in Aktien der Gesellschaft hinaus, ist der Besitz von Aktien der Gesellschaft oder sich darauf beziehender Finanzinstrumente, von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern angegeben worden, wenn er direkt oder indirekt größer als 1 % der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien war. Übersteigt der Gesamtbesitz aller Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder 1 % der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien, ist der Gesamtbesitz getrennt nach Vorstand und Aufsichtsrat angegeben worden. Die vorgenannten Angaben sind im Corporate Governance Bericht enthalten (6.6 / E78, E79, E80).*

Ja = 70,83%      Nein = 12,50      K. A. = 4,17%      N. m. B. = 12,50%

**150)** *Im Rahmen der laufenden Öffentlichkeitsarbeit sind die Termine der wesentlichen wiederkehrenden Veröffentlichungen (u. a. Geschäftsbericht, Zwischenfinanzberichte) und der*

*Termin der Hauptversammlung in einem "Finanzkalender" mit ausreichendem Zeitvorlauf publiziert worden (6.7 / E81).*

Ja = 87,50%                  Nein = 8,33%                  K. A. = 0,00%                  N. m. B. = 4,17%

**151)** *Von der Gesellschaft veröffentlichte Informationen über das Unternehmen sind auch über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich. Die Internetseite ist übersichtlich gegliedert (6.8 (I) / E82, E83).*

Ja = 95,83%                  Nein = 4,17%                  K. A. = 0,00%                  N. m. B. = 0,00%

**152)** *Veröffentlichungen sind auch in englischer Sprache erfolgt (6.8 (II) / A15).*

Ja = 54,17%                  Nein = **45,83%**                  K. A. = 0,00%                  N. m. B. = 0,00%

**153)** Anteilsigner und Dritte wurden vor allem durch den Konzernabschluss informiert (7.1.1 (I) / B74).

Ja = 95,83%                  Nein = 4,17%                  K. A. = 0,00%                  N. m. B. = 0,00%

**154)** Während des Geschäftsjahres wurden sie zusätzlich durch den Halbjahresfinanzbericht sowie im ersten und zweiten Halbjahr durch Zwischenmitteilungen oder Quartalsfinanzberichte unterrichtet (7.1.1 (II) / B75).

Ja = 100,00%                  Nein = 0,00%                  K. A. = 0,00%                  N. m. B. = 0,00%

**155)** Der Konzernabschluss und der verkürzte Konzernabschluss des Halbjahresfinanzberichts und des Quartalsfinanzberichts wurden unter Beachtung der einschlägigen internationalen Rechnungslegungsgrundsätze aufgestellt (7.1.1 (III) / B76).

Ja = 87,50%                  Nein = 4,17%                  K. A. = 8,33%                  N. m. B. = 0,00%

**156)** *Für die Bewertung von Immobilien sind rechtlich anerkannte Bewertungsmethoden angewandt worden. Diese Bewertungsmethoden sowie Änderungen hiervon sind unter Angabe der Gründe im Anhang des Jahresabschlusses erläutert worden (7.1.1.i (I) / IE13).*

Ja = 91,67%                  Nein = 8,33%                  K. A. = 0,00%                  N. m. B. = 0,00%

**157)** *Der Geschäftsbericht oder der Anhang gibt auch den Marktwert - unter Ausschluss selbstgenutzter Immobilien des Anlagevermögens - an sowie die zu deren Ermittlung angewandten Bewertungsmethoden und deren etwaige Änderungen (7.1.1.i (II) / IE14).*

Ja = 75,00%                  Nein = 20,83%                  K. A. = 4,17%                  N. m. B. = 0,00%

**158)** *Soweit kein Marktwert bezogen auf die Einzelimmobilie angegeben wurde, ist eine möglichst große Transparenz durch Angabe von allgemein gültigen (etwa DIX) regionalen und/oder nutzungsspezifischen Clustern erreicht worden, die auf Basis der Einzelmarktwerte ermittelt wurden (7.1.1.i (II) / IA8).*

Ja = 66,67%                  Nein = **33,33%**                  K. A. = 0,00%                  N. m. B. = 0,00%

**159)** Der Konzernabschluss wurde vom Vorstand aufgestellt und vom Abschlussprüfer sowie vom Aufsichtsrat geprüft (7.1.2 (I) / B77).

Ja = 100,00%                  Nein = 0,00%                  K. A. = 0,00%                  N. m. B. = 0,00%

**160)** *Halbjahres- und etwaige Quartalsfinanzberichte sind vom Aufsichtsrat oder seinem Prüfungsausschuss vor der Veröffentlichung mit dem Vorstand erörtert werden (7.1.2 (II) / E84).*

Ja = 25,00%      Nein = 4,17%      K. A. = **58,33%**      N. m. B. = 12,50%

**161)** Zusätzlich waren die Prüfstelle für Rechnungslegung bzw. die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht befugt, die Übereinstimmung des Konzernabschlusses mit den maßgeblichen Rechnungslegungsvorschriften zu überprüfen (Enforcement) (7.1.2 (III) / B78).

Ja = 20,83%      Nein = 0,00%      K. A. = **79,17%**      N. m. B. = 0,00%

**162)** *Der Konzernabschluss war binnen 90 Tagen nach Geschäftsjahresende, die Zwischenberichte binnen 45 Tagen nach Ende des Berichtszeitraums, öffentlich zugänglich (7.1.2 (IV) / E85, E86).*

Ja = 29,17%      Nein = 0,00%      K. A. = 12,50%      N. m. B. = 58,33%

**163)** *Der Corporate Governance Bericht enthält konkrete Angaben über Aktienoptionsprogramme und ähnliche wertpapierorientierte Anreizsysteme der Gesellschaft (7.1.3 / E87).*

Ja = 70,83%      Nein = 25,00%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 4,17%

**164)** *Die Gesellschaft hat eine Liste von Drittunternehmen veröffentlicht, an denen sie eine Beteiligung von, für das Unternehmen nicht untergeordneter Bedeutung gehalten hat. Handelsbestände von Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten, aus denen keine Stimmrechte ausgeübt wurden, blieben hierbei unberücksichtigt. Es waren angegeben: Name und Sitz der Gesellschaft, Höhe des Anteils, Höhe des Eigenkapitals und Ergebnis des letzten Geschäftsjahres (7.1.4 / E88, E88a, E89).*

Ja = 54,17%      Nein = **37,50%**      K. A. = 8,33%      N. m. B. = 0,00%

**165)** *Im Konzernabschluss sind Beziehungen zu Aktionären erläutert worden, die im Sinne der anwendbaren Rechnungslegungsvorschriften als nahestehende Personen zu qualifizieren waren (7.1.5 / E90).*

Ja = 75,00%      Nein = 25,00%      K. A. = 0,00%      N. m. B. = 0,00%

**166)** *Vor Unterbreitung des Wahlvorschlags hat der Aufsichtsrat bzw. der Prüfungsausschuss eine Erklärung des vorgesehenen Prüfers eingeholt, ob und ggf. welche geschäftlichen, finanziellen, persönlichen oder sonstigen Beziehungen zwischen dem Prüfer und seinen Organen und Prüfungsleitern einerseits und dem Unternehmen und seinen Organmitgliedern andererseits bestanden, die Zweifel an seiner Unabhängigkeit hätten begründen können. Die Erklärung hat sich auch darauf erstreckt, in welchem Umfang im vorausgegangenen Geschäftsjahr andere Leistungen für das Unternehmen, insbesondere auf dem Beratungssektor, erbracht wurden bzw. für das folgende Jahr vertraglich vereinbart sind (7.2.1 (I) / E91, E92).*

Ja = 70,83%      Nein = 4,17%      K. A. = 25,00%      N. m. B. = 0,00%

**167)** *Der Aufsichtsrat hat mit dem Abschlussprüfer vereinbart, dass der Vorsitzende des Aufsichtsrats bzw. des Prüfungsausschusses über, während der Prüfung auftretende mögliche Ausschluss- oder Befangenheitsgründe unverzüglich unterrichtet wurde, soweit diese nicht unverzüglich beseitigt wurden (7.2.1 (II) / E93).*

Ja = 62,50%      Nein = 0,00%      K. A. = **37,50%**      N. m. B. = 0,00%

**168)** Der Aufsichtsrat erteilte dem Abschlussprüfer den Prüfungsauftrag und traf mit ihm die Honorarvereinbarung (7.2.2 / B79).

Ja = 79,17%      Nein = 0,00%      K. A. = 20,83%      N. m. B. = 0,00%

**169)** *Verträge mit Abschlussprüfern über zusätzliche Beratungsleistungen bei Immobiliengesellschaften sind dem Aufsichtsrat zur Zustimmung vorgelegt worden, soweit die kumulierten Honorare hieraus 50 % der Vergütung für die jährliche Abschlussprüfung überstiegen. § 114 AktG galt insoweit entsprechend (7.2.2.i / IE15).*

Ja = 41,67%      Nein = 0,00%      K. A. = **58,33%**      N. m. B. = 0,00%

**170)** *Der Aufsichtsrat hat vereinbart, dass der Abschlussprüfer über alle für die Aufgaben des Aufsichtsrats wesentlichen Feststellungen und Vorkommnisse unverzüglich berichtet, die sich bei der Durchführung der Abschlussprüfung ergaben (7.2.3 (I) / E94).*

Ja = 66,67%      Nein = 0,00%      K. A. = **33,33%**      N. m. B. = 0,00%

**171)** *Der Aufsichtsrat hat vereinbart, dass der Abschlussprüfer ihn informiert bzw. im Prüfungsbericht vermerkt, wenn er bei Durchführung der Abschlussprüfung Tatsachen festgestellt hat, die eine Unrichtigkeit der von Vorstand und Aufsichtsrat abgegebenen Erklärung zum Kodex ergeben haben (7.2.3 (II) / E95).*

Ja = 41,67%      Nein = 0,00%      K. A. = **58,33%**      N. m. B. = 0,00%

**172)** Der Abschlussprüfer hat an den Beratungen des Aufsichtsrats über den Jahres- und Konzernabschluss teilgenommen und über die wesentlichen Ergebnisse seiner Prüfung berichtet (7.2.4 / B80).

Ja = 95,83%      Nein = 0,00%      K. A. = 4,17%      N. m. B. = 0,00%