



## **Geleitwort des Herausgebers**

Die Frage nach der angemessenen Umsetzung von Corporate Governance beschäftigt zunehmend auch die Unternehmen der deutschen Immobilienwirtschaft. Spektakuläre Firmenzusammenbrüche, massive Wertverschiebungen bei Kapitalgesellschaften oder gravierende Mängel in Führung und Kontrolle von Immobilienunternehmen haben auch in Deutschland zu großen volkswirtschaftlichen Schäden geführt.

Immobilien gelten als eine besonders werthaltige, konservative Anlage. Die Immobilienwirtschaft ist zudem in erheblichem Maße präsent im Leben aller Bürger in ihrer Eigenschaft als Mieter/Vermieter, Käufer/Verkäufer und wird so auch zum Gegenstand politischer Diskussion. Es ist deshalb für die Immobilienbranche von besonderem Interesse, eine Vorreiterrolle bei der öffentlichen Diskussion über die Transparenz von Unternehmensentscheidungen oder der korrekten, nachprüfbaren Behandlung von Interessenskonflikten und Handlungszwängen zu übernehmen. Der Immobilienmarkt ist per definitionem zwar weniger volatil als die produzierende Wirtschaft, wo sich eröffnendes Globalisierungspotenzial rasch massive Verschiebungen in der Wertschöpfungskette auslösen kann. Die Kapitalversorgung für neue Projekte oder die mit einem Immobilienbestand zu erzielende Rendite stellen jedoch auch die Immobilienwirtschaft zunehmend in einen globalen Kontext. Die aktive Beschäftigung mit den Corporate Governance-Regeln kann somit direkt auf Wachstumsmöglichkeiten, Ausstattung und Gesellschaftsform eines Unternehmens einwirken. Gelebte, sanktionierte Corporate Governance-Praxis kann im globalen Kontext eine wesentliche Bedingung für dauerhaften wirtschaftlichen Erfolg sein.

Daher wird Corporate Governance in der Immobilienbranche in Zukunft nicht nur eine stärkere allgemeine betriebs- und volkswirtschaftliche Bedeutung haben, sondern in der politischen Diskussion zwischen „gesundem Volksempfinden“ und dem globalisierten Denken und Handeln der Kapitalmärkte vermitteln müssen. Politischem Druck und populistischen Forderungen kann am aussichtsreichsten mit gelebter Corporate Governance begegnet werden. Dies sollte Ansporn für die Immobilienwirtschaft sein, die Initiative Corporate Governance zügig in der Praxis umzusetzen

Die vorliegende Dissertation beleuchtet Gründe und Werdegang des Corporate Governance Begriffs und leitet die aktuelle und marktorientierte Begründung guter Corporate Governance bei deutschen Immobilienkapitalgesellschaften interdisziplinär aus der Neuen Institutionenökonomik her. Vor dem Hintergrund der aktuellen

rechtlichen und institutionellen Rahmenbedingungen für Corporate Governance in Deutschland wird eine empirische Untersuchung des Status Quo der Corporate Governance bei deutschen Immobilienkapitalgesellschaften vorgestellt, die sich eng am Corporate Governance Kodex für die deutsche Immobilienwirtschaft orientiert.

Diese breit angelegte Untersuchung, die mit finanzieller Unterstützung der Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V. durchgeführt wurde, stellt ein Novum in der deutschsprachigen immobilienwirtschaftlichen Forschung dar. Zum ersten Mal wird Corporate Governance bei deutschen Immobiliengesellschaften untersucht. Die Ergebnisse werden differenziert für börsennotierte/nicht gelistete Immobilienkapitalgesellschaften und Gesellschaften in der Form der GmbH sowie für die Gruppen der Dienstleister, Projektentwickler, Bestandshalter und Kapitalanlagegesellschaften ermittelt. Durch das Herausarbeiten der Charakteristika der Corporate Governance Compliance der Besten bzw. Schlechtesten Unternehmen liefert der Autor wichtige Hinweise und Handlungsempfehlungen zur erfolgreichen und zielführenden Ausgestaltung von unternehmensspezifischen Corporate Governance Systemen.

Wir sind davon überzeugt, dass diese Arbeit einen wichtigen Beitrag zum Verständnis der Thematik und der Dynamik der Umsetzung leistet. Für die Immobilienökonomie ergeben sich vielfältige Ansatzpunkte für die weitere Forschung. Durch ihre Praxisnähe bietet die Dissertation wertvolle Handlungsempfehlungen für Entscheidungsträger in Immobilienkapital-gesellschaften. Wir wünschen der Arbeit eine positive Aufnahme.

**Professor Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS**

**Professor Dr. Stephan Bone-Winkel**

Department of Real Estate

EUROPEAN BUSINESS SCHOOL

International University Schloß Reichartshausen

Oestrich-Winkel

## **Vorwort**

Die Entstehung dieser Dissertation beginnt mit meiner Zeit als Student der Immobilienökonomie sowie der Allgemeinen BWL mit dem Schwerpunkt Finanzierung und Banken an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL. Schon damals interessierten mich die Themen Kapital- und Immobilienmarkt, Immobilienkapitalgesellschaften sowie Unternehmensführung. Auf einer durch Professor Schulte veranstalteten studentischen Immobilienexkursion nach Berlin entschloss ich mich, das Thema Corporate Governance bei Immobilienkapitalgesellschaften zu meinem Forschungsthema zu machen.

Als wissenschaftlicher Mitarbeiter an der ebs IMMOBILIENAKADEMIE in München hatte ich in einigen Vorlesungen sowie externen Veranstaltungsreihen die Möglichkeit interessante Anregungen und Material zu diesem Thema zu sammeln. Durch das Engagement von Professor Schulte bei der Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft und meine Einbindung in die Arbeit der Initiative konnte ich den Entstehungsprozess des Immobilienkodex der deutschen Immobilienwirtschaft sowie der „10 Gebote“ hautnah mitverfolgen und mitbegleiten. Durch die Unterstützung der Initiative sowie ihrer Mitglieder hatte ich die Möglichkeit, sehr offene und persönliche Einblicke in die deutsche Immobilienwirtschaft und ihre organisatorische Funktionsweise zu erhalten.

Zum Gelingen dieser Arbeit haben viele Personen beigetragen, denen ich nachfolgend herzlich danken möchte.

An erster Stelle gilt mein Dank meinem Doktorvater Professor Dr. Karl-Werner Schulte, der mir nicht nur fachlich und persönlich mein Promotionsvorhaben ermöglicht hat, sondern mich auch intensiv in die Arbeit der Initiative Corporate Governance einbezogen und mit ihren Mitgliedern bekannt gemacht hat. Für seine wertvollen fachlichen Anregungen sowie seine konstruktive Kritik danke ich ihm.

Daneben unterstützte mich immer das Niederlassungs-Team der ebs IMMOBILIENAKADEMIE München. Frau Silvia M. Giebl und Herr Frank-Wolfgang Hirdes bestärkten mich zum einen durch aufmunternde Worte zum anderen durch viele

kleine Gesten. Beiden danke ich für meine lehrreiche und schöne Münchner Zeit sowie ihre loyale Unterstützung.

Ebenso Dank gilt meinem Zweitkorrektor Herrn Professor Dr. Dirk Schiereck für die bereitwillige Unterstützung und zügige Annahme meiner Arbeit.

Unserer kleinen immobilienökonomischen Doktorandengruppe um Verena Sturm, Christoph Holzmann und Tobias Müller danke ich für die immer wieder neuen Denkanstöße sowie die konstruktive inhaltliche Kritik.

Die dieser Arbeit zugrunde liegende empirische Untersuchung wurde finanziell maßgeblich von der Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft unterstützt. Hier gilt mein besonderer Dank den Herren Dr. h.c. Dolf Weber und Werner Knips, als meine Ansprechpartner und Sparrings-Partnern der Initiative Corporate Governance.

Ein besonderes Dankeschön gilt meinem Freund Dr. Matthias Zimmermann, der es immer wieder verstand, mich zum Genießen der schönen Seiten des Lebens zu animieren.

Meinen Vorgesetzten Roy Brümmer und Wolfgang Bernadzik sowie meinen Kollegen und der Sireo Real Estate danke ich für das mir entgegengebrachte Vertrauen, die gezeigte Unterstützung sowie die Bereitschaft, mich einen Monat freizustellen, um meine Arbeit beenden zu können.

Mein größter Dank gilt meiner lieben Familie und insbesondere meinem Vater, der es immer wieder verstand, einen gangbaren Weg aus dem „Tal der Tränen“ aufzuzeigen, mich zu motivieren sowie meinen Blick immer wieder auf das Wesentliche zu lenken. Die Fertigstellung dieser Arbeit während meiner Tätigkeit bei Sireo Real Estate wäre ohne seine liebevolle Unterstützung wohl nicht möglich gewesen. Meinen Eltern sei diese Arbeit gewidmet.

Christian Kolb

## Inhaltsübersicht

<b>1</b>	<b>Einleitung .....</b>	<b>1</b>
1.1	Problemstellung und Zielsetzung.....	1
1.2	Theoretischer Bezugsrahmen.....	5
1.3	Wissenschaftsverständnis.....	5
1.4	Gang der Untersuchung .....	8
<b>2</b>	<b>Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes: Corporate Governance, Unternehmensführung und Immobilienkapitalgesellschaften.....</b>	<b>11</b>
2.1	Ableitung des zugrunde liegenden Verständnisses von Corporate Governance und Unternehmensführung.....	11
2.2	Charakterisierung von Immobilienkapitalgesellschaften.....	24
2.3	Zusammenfassung.....	31
<b>3</b>	<b>Neue Institutionenökonomik und Corporate Governance.....</b>	<b>33</b>
3.1	Grundlagen und Entwicklungen der Neuen Institutionenökonomik.....	33
3.2	Die verschiedenen Ansätze der Neuen Institutionenökonomik .....	35
3.3	Nähere Betrachtung der Agency-Problematik .....	38
3.4	Die Agency-Theorie im Kontext einer Kapitalgesellschaft.....	40
3.5	Zusammenfassung.....	45
<b>4</b>	<b>Rahmenbedingungen für Corporate Governance in Deutschland.....</b>	<b>47</b>
4.1	Rechtliche Rahmenbedingungen für Corporate Governance.....	47
4.2	Institutionelle Rahmenbedingungen für Corporate Governance.....	65
4.3	Corporate Governance Kodex für die deutsche Immobilienwirtschaft.....	85
4.4	Zusammenfassung.....	154
<b>5</b>	<b>Empirische Untersuchung zur Corporate Governance bei deutschen Immobilienkapitalgesellschaften.....</b>	<b>157</b>
5.1	Zielsetzung der empirischen Untersuchung.....	157
5.2	Ergebnisse der empirischen Untersuchung .....	168
5.3	Zusammenfassung.....	230
<b>6</b>	<b>Zusammenfassung und Handlungsempfehlungen .....</b>	<b>233</b>
6.1	Corporate Governance .....	233
6.2	Ethik .....	235
6.3	Immobilienvermögen .....	237
6.4	Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung .....	237
6.5	Rechte der Anteilseigner und Kommunikation.....	238
6.6	Aufsichtsrat .....	239

## Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>XI</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>XIV</b>
<b>1 Einleitung .....</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstellung und Zielsetzung.....	1
1.2 Theoretischer Bezugsrahmen .....	5
1.3 Wissenschaftsverständnis.....	5
1.4 Gang der Untersuchung .....	8
<b>2 Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes: Corporate Governance, Unternehmensführung und Immobilienkapitalgesellschaften.....</b>	<b>11</b>
2.1 Ableitung des zugrunde liegenden Verständnisses von Corporate Governance und Unternehmensführung .....	11
2.1.1 Abgrenzung des Begriffs Corporate Governance .....	11
2.1.2 Unternehmen als Vertragsnetzwerke .....	15
2.1.3 Bezugsgruppen des Unternehmens .....	15
2.1.3.2 Stakeholder-Ansatz .....	17
2.1.3.3 Stewardship-Theorie .....	19
2.1.4 Funktionen der Corporate Governance .....	19
2.1.5 Corporate Governance und Unternehmenserfolg.....	21
2.1.6 Abgrenzung des Begriffs Unternehmensführung .....	22
2.2 Charakterisierung von Immobilienkapitalgesellschaften .....	24
2.2.1 Property Companies .....	25
2.2.2 Non-Property Companies.....	26
2.2.3 Kapitalanlagegesellschaften.....	27
2.2.4 Wohnungsunternehmen .....	28
2.2.5 Finanzdienstleister .....	29
2.2.6 Finanzholdings .....	29
2.2.7 Facilities Management Unternehmen .....	30
2.2.8 Developer / Projektentwicklungsunternehmen .....	30
2.3 Zusammenfassung.....	31
<b>3 Neue Institutionenökonomik und Corporate Governance.....</b>	<b>33</b>
3.1 Grundlagen und Entwicklungen der Neuen Institutionenökonomik.....	33
3.2 Die verschiedenen Ansätze der Neuen Institutionenökonomik .....	35
3.2.1 Transaktionskostenansatz.....	35
3.2.2 Agency-Theorie.....	36
3.2.3 Verfügungsrechteansatz .....	37
3.3 Nähere Betrachtung der Agency-Problematik .....	38
3.3.1 Probleme der Prinzipal/Agenten-Beziehung.....	38
3.3.2 Risiken der Agency-Beziehung.....	39
3.3.3 Anreizkompatibilität .....	40
3.4 Die Agency-Theorie im Kontext einer Kapitalgesellschaft.....	40
3.4.1 Informationsasymmetrie durch Delegation.....	41

3.4.2	Mechanismen zur Verringerung der Informationsasymmetrie .....	42
3.4.2.1	Die Unternehmensverfassung als interner Mechanismus .....	43
3.4.2.2	Der Markt als externer Mechanismus .....	45
3.5	Zusammenfassung .....	45

#### **4 Rahmenbedingungen für Corporate Governance in Deutschland..... 47**

4.1	Rechtliche Rahmenbedingungen für Corporate Governance.....	47
4.1.1	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich .....	47
4.1.1.1	Hauptversammlung und Ausübung des Wahlrechts .....	48
4.1.1.2	Vorstand .....	48
4.1.1.3	Aufsichtsrat .....	49
4.1.1.4	Depotbank .....	50
4.1.1.5	Abschlussprüfer .....	51
4.1.1.6	Zusammenfassung.....	51
4.1.2	Transparenz- und Publizitätsgesetz.....	51
4.1.2.1	Aufsichtsrat .....	52
4.1.2.2	Hauptversammlung .....	53
4.1.2.3	Abschlussprüfung.....	53
4.1.2.4	Entsprechenserklärung .....	53
4.1.2.5	Zusammenfassung.....	54
4.1.3	Gesetz zur Unternehmensintegrität und zur Modernisierung des Anfechtungsrechts.....	55
4.1.3.1	Innenhaftung der Organe.....	55
4.1.3.2	Auskunftsrecht .....	57
4.1.3.3	Zusammenfassung.....	58
4.1.4	Investmentmodernisierungsgesetz .....	58
4.1.4.1	Kapitalanlagegesellschaft und Aufsichtsrat .....	59
4.1.4.2	Grundstücks-Sondervermögen.....	61
4.1.4.3	Depotbank .....	61
4.1.4.4	Sachverständigenausschuss.....	61
4.1.5	Zusammenfassung.....	64
4.2	Institutionelle Rahmenbedingungen für Corporate Governance.....	65
4.2.1	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management.....	65
4.2.1.1	Arbeitskreis Corporate Governance der DVFA.....	65
4.2.1.2	Arbeitskreis Immobilien der DVFA .....	68
4.2.1.2.1	Immobilienaktiengesellschaft .....	69
4.2.1.2.2	Bewertung von Immobilien-AGs nach Net Asset Value .....	70
4.2.1.2.3	Bewertung von Immobilien-AGs über das Unternehmensergebnis nach DVFA/SG .....	73
4.2.1.2.4	Bewertung des Immobilienvermögens.....	75
4.2.2	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.....	77
4.2.3	Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft ..	78
4.2.4	European Public Real Estate Association .....	80
4.2.5	European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles	81
4.2.6	Royal Institution of Chartered Surveyors .....	82
4.2.7	Zusammenfassung.....	84
4.3	Corporate Governance Kodex für die deutsche Immobilienwirtschaft.....	85
4.3.1	Zielsetzung .....	85
4.3.2	Aufbau.....	87



4.3.2.1	Präambel.....	88
4.3.2.2	Aktionäre, Gesellschafter, Hauptversammlung und Stimmrechtsvertreter .....	90
4.3.2.3	Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat.....	92
4.3.2.4	Vorstand .....	95
4.3.2.4.1	Aufgaben und Zuständigkeit .....	95
4.3.2.4.2	Zusammensetzung und Vergütung.....	96
4.3.2.4.3	Interessenkonflikte .....	99
4.3.2.4.4	Directors'-and- Officers'-Versicherungen .....	103
4.3.2.5	Aufsichtsrat .....	104
4.3.2.5.1	Aufgaben und Zuständigkeiten .....	105
4.3.2.5.2	Aufgaben und Befugnisse des Aufsichtsratsvorsitzenden ..	108
4.3.2.5.3	Bildung von Ausschüssen .....	109
4.3.2.5.4	Zusammensetzung und Vergütung.....	120
4.3.2.5.5	Interessenkonflikte .....	125
4.3.2.5.6	Haftung.....	131
4.3.2.5.7	Effizienzprüfung .....	136
4.3.2.6	Transparenz .....	142
4.3.2.6.1	Veröffentlichung relevanter Tatsachen .....	142
4.3.2.6.2	Bekanntmachungspflichten .....	144
4.3.2.6.3	Gleichbehandlung der Anteilseigner.....	144
4.3.2.6.4	Kommunikationsmedien .....	145
4.3.2.6.5	Informationelle Gleichbehandlung auf internationaler Ebene.....	145
4.3.2.6.6	Mitteilung des Kaufs oder Verkaufs von Aktien der Gesellschaft.....	146
4.3.2.6.7	Finanzkalender .....	146
4.3.2.6.8	Internetseite .....	146
4.3.2.7	Rechnungslegung und Abschlussprüfung .....	147
4.3.2.7.1.	Unternehmenspublizität .....	147
4.3.2.7.2	Aufstellung und Prüfung des Konzernabschlusses .....	149
4.3.2.7.3	Aktienoptionsprogramme, Beteiligungsbesitz und nahe stehende Personen .....	150
4.3.2.7.4	Abschlussprüfung.....	150
4.3.2.7.5	Prüfungsauftrag und Honorarverteilung .....	152
4.3.2.7.6	Offenlegungsvereinbarung und Teilnahmepflicht .....	153
4.3.3	Fazit.....	154
4.4	Zusammenfassung.....	154

## **5 Empirische Untersuchung zur Corporate Governance bei deutschen Immobilienkapitalgesellschaften..... 157**

5.1	Zielsetzung der empirischen Untersuchung .....	157
5.1.1	Auswahl der Stichprobe .....	157
5.1.2	Erhebungsart und Aufbau des Fragebogens.....	162
5.1.3	Methodik der Auswertung der Antworten .....	163
5.2	Ergebnisse der empirischen Untersuchung .....	168
5.2.1	Analyse ausgewählter Einzelfragen zur Corporate Governance in der deutschen Immobilienwirtschaft .....	169
5.2.1.1	Gesamtstichprobe.....	169

---

5.2.1.2	Teilbranchen.....	177
5.2.1.3	Zusammenfassung.....	198
5.2.2	Analyse von zusammenhängenden Frage-/Antwort-Clustern .....	198
5.2.2.1	Corporate Governance-Dimensionsausprägung für alle Unternehmen .....	199
5.2.2.1.1	Corporate Governance-Commitment.....	199
5.2.2.1.2	Unternehmensführung.....	200
5.2.2.1.3	Anteilseignerinteressen .....	201
5.2.2.1.4	Transparenz .....	201
5.2.2.1.5	Zusammenfassung.....	201
5.2.2.2	Corporate Governance-Dimensionsausprägung für börsennotierte Aktiengesellschaften.....	202
5.2.2.2.1	Corporate Governance-Commitment.....	202
5.2.2.2.2	Unternehmensführung.....	203
5.2.2.2.3	Anteilseignerinteressen .....	204
5.2.2.2.4	Transparenz .....	204
5.2.2.2.5	Zusammenfassung.....	205
5.2.2.3	Corporate Governance-Dimensionsausprägung für nicht-börsennotierte Aktiengesellschaften .....	205
5.2.2.3.1	Corporate Governance-Commitment.....	206
5.2.2.3.2	Unternehmensführung.....	206
5.2.2.3.3	Anteilseignerinteressen .....	206
5.2.2.3.4	Transparenz .....	206
5.2.2.3.5	Zusammenfassung.....	207
5.2.2.4	Corporate Governance-Dimensionsausprägung für alle GmbHs.	207
5.2.2.4.1	Corporate Governance-Commitment.....	208
5.2.2.4.2	Unternehmensführung.....	209
5.2.2.4.3	Anteilseignerinteressen .....	209
5.2.2.4.4	Transparenz .....	210
5.2.2.4.5	Zusammenfassung.....	210
5.2.2.5	Corporate Governance-Dimensionsausprägung für alle Dienstleister .....	210
5.2.2.5.1	Corporate Governance-Commitment.....	211
5.2.2.5.2	Unternehmensführung.....	212
5.2.2.5.3	Anteilseignerinteressen .....	212
5.2.2.5.4	Transparenz .....	212
5.2.2.5.5	Zusammenfassung.....	212
5.2.2.6	Corporate Governance-Dimensionsausprägung für alle Developer.....	212
5.2.2.6.1	Corporate Governance-Commitment.....	213
5.2.2.6.2	Unternehmensführung.....	214
5.2.2.6.3	Anteilseignerinteressen .....	214
5.2.2.6.4	Transparenz .....	215
5.2.2.6.5	Zusammenfassung.....	215
5.2.2.7	Corporate Governance-Dimensionsausprägung für alle Bestandshalter.....	216
5.2.2.7.1	Corporate Governance-Commitment.....	216
5.2.2.7.2	Unternehmensführung.....	217
5.2.2.7.3	Anteilseignerinteressen .....	217
5.2.2.7.4	Transparenz .....	218

5.2.2.7.5	Zusammenfassung.....	218
5.2.2.8	Corporate Governance-Dimensionsausprägung für alle Kapitalanlagegesellschaften .....	218
5.2.2.8.1	Corporate Governance-Commitment.....	218
5.2.2.8.2	Unternehmensführung.....	220
5.2.2.8.3	Anteilseignerinteressen .....	221
5.2.2.8.4	Transparenz .....	221
5.2.2.8.5	Zusammenfassung.....	222
5.2.3	Clusterung der Teilnehmer durch Indikatorfragen.....	222
5.2.3.1	Corporate Governance-Dimensionsausprägung für alle Nachzügler (Dogs).....	224
5.2.3.1.1.	Corporate Governance-Commitment.....	224
5.2.3.1.2	Unternehmensführung.....	225
5.2.3.1.3	Anteilseignerinteressen .....	226
5.2.3.1.4	Transparenz .....	226
5.2.3.1.5	Zusammenfassung.....	227
5.2.3.2	Corporate Governance-Dimensionsausprägung für alle Vorreiter (Tops).....	227
5.2.3.2.1	Corporate Governance-Commitment.....	227
5.2.3.2.2	Unternehmensführung.....	228
5.2.3.2.3	Anteilseignerinteressen .....	229
5.2.3.2.4	Transparenz .....	229
5.2.3.2.5	Fazit.....	230
5.3	Zusammenfassung.....	230
<b>6</b>	<b>Zusammenfassung und Handlungsempfehlungen .....</b>	<b>233</b>
6.1	Corporate Governance .....	233
6.2	Ethik .....	235
6.3	Immobilienvermögen .....	237
6.4	Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung .....	237
6.5	Rechte der Anteilseigner und Kommunikation.....	238
6.6	Aufsichtsrat .....	239
	<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>CCXLV</b>

**Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Haus der Immobilienökonomie .....	7
Abbildung 2: Aufbau und Gang der Untersuchung .....	10
Abbildung 3: Alternative Berechnungen des NAV .....	71
Abbildung 4: Zusammensetzung der Stichprobe .....	161
Abbildung 5: Gesamtbild der Einschätzungen aller befragten Unternehmen.....	165
Abbildung 6: Gesamtbild der Einschätzungen (nur Gutanteile) der Spitzengruppe (Tops).....	167
Abbildung 7: Gesamtbild der Einschätzungen (nur Schlechtanteile) der Spitzengruppe (Tops).....	167
Abbildung 8: Bekanntheitsgrad des Begriffes Corporate Governance in der deutschen Immobilienwirtschaft .....	169
Abbildung 9: Interesse am Thema Corporate Governance in der Immobilienwirtschaft .....	169
Abbildung 10: Gibt es in Ihrem Unternehmen schriftlich fixierte, selbst entwickelte Corporate Governance-Grundsätze? .....	170
Abbildung 11: Schreiben diese Grundsätze die wertorientierte Unternehmensführung unter Berücksichtigung der Interessen aller Stakeholder ausdrücklich fest? .....	170
Abbildung 12: Kennen Sie den Inhalt des Deutschen Corporate Governance Kodex?	171
Abbildung 13: Kennen Sie die Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft? .....	171
Abbildung 14: Ist Ihnen der Inhalt des Corporate Governance Kodex der deutschen Immobilienwirtschaft bekannt?.....	172
Abbildung 15: Spielt Corporate Governance für die deutsche Immobilienwirtschaft eine besondere Rolle? .....	172
Abbildung 16: Unterscheidet sich gute Corporate Governance in der Immobilienwirtschaft von der in anderen Branchen? .....	173
Abbildung 17: Erhöht gute Corporate Governance langfristig den Unternehmenswert?	174
Abbildung 18: Welche immobilienwirtschaftlichen Informationen sind Ihrer Meinung nach für eine gute Corporate Governance in der Immobilienwirtschaft wichtig? .....	174

Abbildung 19: Wie detailliert veröffentlicht Ihr Unternehmen Informationen zu folgenden Sachverhalten? .....	176
Abbildung 20: Interesse der Teilbranchen am Thema Corporate Governance in der deutschen Immobilienwirtschaft .....	177
Abbildung 21: Kenntnis des Inhalts des Deutschen Corporate Governance Kodex.....	179
Abbildung 22: Kenntnis des Immobilien-Kodex und der Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft.....	181
Abbildung 23: Erwartungshaltung zu CG in der Immobilienwirtschaft.....	182
Abbildung 24: Einschätzung des Einflusses guter CG auf den Unternehmenswert .....	183
Abbildung 25: Detaillierte Angaben zum Immobilienmarkt aus Sicht des Unternehmens .....	184
Abbildung 26: Detaillierte Angaben zur zukünftigen Anlagestrategie des Unternehmens .....	185
Abbildung 27: Detaillierte Angaben zur Unternehmensstrategie .....	186
Abbildung 28: Detaillierte Angaben zur wirtschaftlichen Performance des Unternehmens .....	187
Abbildung 29: Detaillierte Angaben zu Unternehmensbeteiligungen unter 5% des Grundkapitals .....	188
Abbildung 30: Detaillierte Angaben zum Risikomanagement des Unternehmens.....	189
Abbildung 31: Zeitnahe Bewertung des Immobilienvermögens .....	190
Abbildung 32: Rating von Immobilienobjekten .....	191
Abbildung 33: Detaillierte Angaben zu den Bewertungsmethoden.....	192
Abbildung 34: Detaillierte Angaben zu Bestandsobjekten .....	193
Abbildung 35: Detaillierte Angaben zum Immobilienportfolio.....	193
Abbildung 36: Detaillierte Angaben zum NAV.....	194
Abbildung 37: Detaillierte Angaben zur Vergütung des Vorstands .....	195
Abbildung 38: Detaillierte Angaben zur Vergütung der Aufsichtsrats- und Beiratsmitglieder .....	196
Abbildung 39: Detaillierte Angaben zur Qualifikation des Vorstands .....	197
Abbildung 40: Detaillierte Angaben zur Qualifikation der Aufsichts- und Beiratsmitglieder .....	198
Abbildung 41: Gesamtbild der Einschätzungen (nur Gutanteile) für alle befragten Unternehmen .....	199

Abbildung 42: Gesamtbild der Einschätzungen aller börsennotierten Aktiengesellschaften .....	202
Abbildung 43: Gesamtbild der Einschätzungen aller nicht-börsennotierten Aktiengesellschaften .....	205
Abbildung 44: Gesamtbild der Einschätzungen aller GmbHs .....	208
Abbildung 45: Gesamtbild der Einschätzungen aller Dienstleister .....	211
Abbildung 46: Gesamtbild der Einschätzungen aller Developer .....	213
Abbildung 47: Gesamtbild der Einschätzungen aller Bestandshalter .....	216
Abbildung 48: Gesamtbild der Einschätzungen aller Kapitalanlagegesellschaften.....	219
Abbildung 49: Gesamtbild der Einschätzungen aller Dogs .....	225
Abbildung 50: Gesamtbild der Einschätzungen aller Tops.....	228

## Abkürzungsverzeichnis

<b>Abb.</b>	= Abbildung
<b>Abs.</b>	= Absatz
<b>AfA</b>	= Abschreibung für Abnutzung
<b>AGBG</b>	= Gesetz zur Regelung der Allgemeinen Geschäftsbedingungen
<b>AG</b>	= Aktiengesellschaft
<b>AktG</b>	= Aktiengesetz
<b>Anm.</b>	= Anmerkung
<b>AO</b>	= Abgabenordnung
<b>APAG</b>	= Abschlussprüferaufsichtsgesetz
<b>APAK</b>	= Abschlussprüferaufsichtskommission
<b>AR</b>	= Aufsichtsrat
<b>ARM</b>	= Aufsichtsratsmitglied
<b>Art.</b>	= Artikel
<b>ARV</b>	= Aufsichtsratsvorsitzender
<b>Aufl.</b>	= Auflage
<b>Az.</b>	= Anzeige
<b>BaFin</b>	= Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
<b>BAK</b>	= Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
<b>BauGB</b>	= Baugesetzbuch
<b>BB</b>	= Betriebs-Berater (Zeitschrift)
<b>BetrVG 52</b>	= Betriebsverfassungsgesetz 1952
<b>BfA</b>	= Bundesanstalt für Angestellte
<b>BFH</b>	= Bundesfinanzhof
<b>BGB</b>	= Bürgerliches Gesetzbuch
<b>BGBl.</b>	= Bundesgesetzblatt
<b>BGH</b>	= Bundesgerichtshof
<b>BGHSt</b>	= Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Strafsachen
<b>BGHZ</b>	= Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
<b>BIIS</b>	= Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen e.V.
<b>BilKoG</b>	= Bilanzkontrollgesetz
<b>BilReG</b>	= Bilanzrechtsreformgesetz
<b>BKR</b>	= Bank- und Kapitalmarktrecht (Zeitschrift)
<b>BMF</b>	= Bundesministerium der Finanzen
<b>BMJ</b>	= Bundesministerium der Justiz
<b>bspw.</b>	= beispielsweise
<b>BStBl.</b>	= Bundessteuerblatt
<b>BT-Drucks.</b>	= Bundestags-Drucksache
<b>BVerfG</b>	= Bundesverfassungsgericht
<b>BVI</b>	= Bundesverband für Investmentgesellschaften
<b>bzw.</b>	= beziehungsweise
<b>CalPERS</b>	= California Public Employees' Retirement System
<b>CEO</b>	= Chief Executive Officer
<b>CG</b>	= Corporate Governance
<b>c.i.c</b>	= culpa in contrahendo (vorvertraglicher Haftungsanspruch)
<b>CREM</b>	= Corporate Real Estate Management

---

<b>DAI</b>	= Deutsches Aktieninstitut
<b>DB</b>	= Der Betrieb (Zeitschrift)
<b>DCGK</b>	= Deutscher Corporate Governance- Kodex
<b>DBA</b>	= Doppelbesteuerungsabkommen
<b>d.h.</b>	= das heißt
<b>DID</b>	= Deutsche Immobilien Datenbank
<b>DPR</b>	= Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung
<b>DStR</b>	= Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
<b>DStZ</b>	= Deutsche Steuerzeitung
<b>DVFA</b>	= Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.
<b>DWS</b>	= Deutsche Wertpapierschutzvereinigung e.V.
<b>DZWIR</b>	= Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
<b>EPRA</b>	= European Public Real Estate Association
<b>EstG</b>	= Einkommensteuergesetz
<b>EstR</b>	= Einkommensteuer-Richtlinien
<b>etc.</b>	= et cetera
<b>EU</b>	= Europäische Union
<b>f.</b>	= folgende
<b>F&amp;E</b>	= Forschung & Entwicklung
<b>FG</b>	= Finanzgericht
<b>FGH</b>	= Finanzgerichtshof
<b>FMG</b>	= Finanzmarktförderungsgesetz
<b>FN</b>	= Fussnote
<b>GAGFAH</b>	= Gemeinnützige Aktiengesellschaft für Angestellten-Heimstätten
<b>GbR</b>	= Gesellschaft bürgerlichen Rechts
<b>ggf.</b>	= gegebenenfalls
<b>Gif</b>	= Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V.
<b>GmbH</b>	= Gesellschaft mit beschränkter Haftung
<b>GoB</b>	= Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung
<b>HGB</b>	= Handelsgesetzbuch
<b>h.M.</b>	= Herrschende Meinung
<b>Hrsg.</b>	= Herausgeber
<b>IAS</b>	= International Accounting Standards
<b>i.d.F.</b>	= in der Fassung
<b>i.d.R.</b>	= in der Regel
<b>IDW</b>	= Institut der Wirtschaftsprüfer
<b>Ifo</b>	= Institut für Wirtschaftsforschung
<b>IFRS</b>	= International Financial Reporting Standards
<b>INREV</b>	= European Association for Investors in Non-Listed Real Estate
<b>InvG</b>	= Investmentmodernisierungsgesetz
<b>i.S.d.</b>	= im Sinne des
<b>IStR</b>	= Internationales Steuerrecht (Zeitschrift)
<b>i.V.m.</b>	= in Verbindung mit
<b>KAGG</b>	= Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
<b>KapCoRiliG</b>	= Kapitalgesellschaften - & Co.-Richtliniengesetz
<b>KapMuG</b>	= Gesetz zum Kapitalanleger-Musterverfahren
<b>KonTraG</b>	= Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
<b>KG</b>	= Kommanditgesellschaft



<b>KWG</b>	= Kreditwesengesetz
<b>L.P.</b>	= Limited Partnership
<b>mbH</b>	= mit beschränkter Haftung
<b>m.E.</b>	= meines Erachtens
<b>Mio.</b>	= Million
<b>MitbestG</b>	= Mitbestimmungsgesetz
<b>MontanMitbestG</b>	= Montan-Mitbestimmungsgesetz
<b>m. w. N.</b>	= Mit weitere Nennung
<b>NAV</b>	= Net Asset Value
<b>NIÖ</b>	= Neue Institutionenökonomik
<b>Nr.</b>	= Nummer
<b>o.g.</b>	= oben genannte
<b>o.V.</b>	= ohne Verfasser
<b>OECD</b>	= Organization for Economic Cooperation and Development
<b>OLG</b>	= Oberlandesgericht
<b>Rev.</b>	= Revision
<b>Rdnr.</b>	= Randnummer
<b>R</b>	= Richtlinie
<b>REIT</b>	= Real Estate Investment Trust
<b>RICS</b>	= Royal Institution of Chartered Surveyors
<b>Rili</b>	= Richtlinie
<b>RIW</b>	= Recht der internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
<b>S.</b>	= Seite
<b>SEC</b>	= Securities Exchange Commission
<b>SG</b>	= Schmalenbach Gesellschaft
<b>SOA</b>	= Sarbanes-Oxley Act
<b>StGB</b>	= Strafgesetzbuch
<b>s.u.</b>	= siehe unten
<b>TransPublG</b>	= Transparenz und Publizitätsgesetz
<b>Tz.</b>	= Teilziffer
<b>u.a.</b>	= Unter anderen
<b>USA</b>	= Vereinigte Staaten von Amerika
<b>UWG</b>	= Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
<b>v.</b>	= vom
<b>VerbrKrG</b>	= Verbraucherkreditgesetz
<b>Vgl.</b>	= vergleiche
<b>VorstOG</b>	= Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen
<b>WertV</b>	= Wertermittlungsverordnung
<b>WiSt</b>	= Wirtschaftswissenschaftliches Studium (Zeitschrift)
<b>WISU</b>	= Wirtschaftsstudium (Zeitschrift)
<b>WM</b>	= Wertpapiermitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
<b>WPg</b>	= Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
<b>WpHG</b>	= Wertpapierhandelsgesetz
<b>z.B.</b>	= zum Beispiel
<b>ZfKrW</b>	= Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
<b>zit.</b>	= zitiert

## 1 Einleitung

Die Frage nach der optimalen Gestaltung von Corporate Governance-Systemen beschäftigt seit einigen Jahren auch in Deutschland verstärkt Wissenschaft und Praxis. Der Begriff Corporate Governance (CG) ist mittlerweile in den Sprachgebrauch vieler Menschen übergegangen und wird in allen Medien behandelt und diskutiert.

### 1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Das Interesse an Corporate Governance nahm sprunghaft zu als Folge von spektakulären Firmenzusammenbrüchen, die in den letzten 15 Jahren im Ausland (z.B. Baring, Enron, Worldcom), aber auch in Deutschland (z.B. Metallgesellschaft, Holzmann, Flowtex) die Öffentlichkeit aufschreckten. In diesen Fällen haben nicht übergeordnete Einflüsse wie z.B. das Auslaufen von Konjunktur- oder Technologiezyklen, sondern gravierende Mängel in der Führung und Kontrolle der betreffenden Unternehmen zu großen volkswirtschaftlichen Schäden geführt.

Ein anderer Stein des Anstoßes waren Großfusionen (z.B. Mannesmann, Aventis), bei denen unterschiedliche oder unklare Aufgabenverständnisse der beteiligten Parteien deutlich wurden. Solche Ereignisse rührten aber auch an überkommene nationale Ängste und Voreingenommenheiten und führten die bislang verdrängten Konsequenzen einer zunehmenden Globalisierung der Kapitalmärkte deutlich vor Augen. In der Folge fokussierte sich die Diskussion zudem auf Fragen nach Aufgaben, Freiheitsgraden und der Leistung von Führungskräften.

Um die Ursachen solcher dramatischen Fehlentwicklungen zu verstehen und noch mehr im Bestreben, die Wiederholung solcher Vorgänge zu verhindern, nahm eine Vielzahl von nationalen und internationalen Initiativen die Führung und Kontrolle von Unternehmen ins Visier. Offensichtlich waren die betroffenen Unternehmen trotz perfekt erscheinender Rahmenbedingungen durch persönliches Fehlverhalten, Kurzsichtigkeit und in manchen Fällen sogar durch kriminelle Energie von der interessierten Öffentlichkeit unbemerkt in erhebliche Schieflage geraten. Dadurch erlitten nicht nur die Kapitalgeber dieser Unternehmen große Verluste, sondern auch Zehntausende von Beschäftigten dieser Firmen verloren ihre Existenzgrundlage. Darüber hinaus wurden direkt oder indirekt auch öffentliche Mittel in verschiedener Weise (z.B. Bürgschaften, Steuervorteile) in Anspruch genommen. Zudem kam es als Folge der Zusammenbrüche auch zu erheblichen Steuerausfällen und Belastungen

öffentlicher Kassen (z.B. Arbeitslosigkeit/Sozialleistungen), die ebenfalls Rückwirkungen auf Zustand und Leistungsfähigkeit der öffentlichen Haushalte hatten. Damit ist der Bogen vom Einzelnen und seinem Handeln über das Unternehmen und seine Organisation hin zum Staat und seinen Leistungen geschlagen. Dies macht verständlich, dass diese Unternehmenszusammenbrüche aufgrund ihrer Tragweite, aber auch wegen ihrer Signalwirkung zum Ruf nach entsprechendem vorbeugenden politischen Handeln führten.

Die deutsche Immobilienwirtschaft ist ein wichtiger Teil der hiesigen Unternehmenslandschaft und damit Teil dieser Diskussion.<sup>1</sup> Darüber hinaus haben die spezifischen Rahmenbedingungen dieses Wirtschaftszweigs in der Vergangenheit vielfach Anlass zu Klagen über intransparente Transaktionen, Interessenskonflikte und Vorteilsnahmen geboten, wofür u.a. die Stichworte Neue Heimat oder die Insolvenz des Baukonzerns Philipp Holzmann beispielhaft stehen sollen.

Da der Niedergang des deutschen Baukonzerns Philipp Holzmann AG („Holzmann“) einen spektakulären Fall missglückter Corporate Governance darstellt, soll dieser im Folgenden kurz dargestellt werden.

Die Krise bei Holzmann zeichnete sich bereits 1998 ab, als Rückstellungen zur Darstellung eines Bilanzgewinns aufgelöst werden mussten.<sup>2</sup> Ende 1998 wies der Konzern eine spürbar erhöhte Netto-Finanzverschuldung<sup>3</sup> von zwei Mrd. DM und einen Rekordwert für die Nettozinsbelastung aus. Um die chronische Liquiditätsschwäche durch vermehrte Kundenanzahlungen auszugleichen, nahm der Konzern zu niedrig kalkulierte Bauaufträge an. Die Abwicklung dieser Aufträge förderte zunehmend Verluste zu Tage, die die Liquiditätslücke immer größer werden ließ.<sup>4</sup>

Unternehmensleitung, Aufsichtsrat und Wirtschaftsprüfer hatten offenbar zentrale Fehlentwicklungen im Unternehmen viel zu spät erkannt. So mussten nach Angaben der Arbeitnehmerseite im Aufsichtsrat z.B. große Immobilienprojekte laut Holzmann-Satzung dem Aufsichtsrat gar nicht zur Genehmigung vorgelegt werden.<sup>5</sup> Dabei waren es gerade diese Großprojekte, die den Konzern mit der Zeit ins Schlingern brachten. Das Risikomanagement beschränkte sich auf punktuelle Bestandsaufnahmen zum

---

<sup>1</sup> Vgl. Ifo (2005).

<sup>2</sup> Vgl. Hofmann (1999), S. 16.

<sup>3</sup> Verbindlichkeiten abzüglich liquider Mittel.

<sup>4</sup> Vgl. Hofmann (1999), S. 16.

<sup>5</sup> Vgl. o.V. (1999a), S. 20.

Jahresende. Ein permanent arbeitendes, in den betrieblichen Ablauf integriertes Frühwarnsystem war nicht vorhanden.<sup>6</sup>

Daneben wurden mit zahlreichen bilanzpolitischen Einzelmaßnahmen Verlustlöcher „gestopft“. Hierzu zählten u.a. die Aktivierung von Herstellungskosten bei nicht abgerechneten Bauarbeiten oder Sondererträge aus dem Verkauf von Immobilien und Beteiligungen.<sup>7,8</sup> Laut einem von der Unternehmensberatung Roland Berger erstellten Sanierungskonzept wurden die Finanzlöcher in erster Linie durch Altlasten aus dem Projektentwicklungsgeschäft und im Beteiligungsbereich verursacht.<sup>9</sup> So konnte z.B. die Vermarktung von Projektentwicklungen zum Teil nur durch umfangreiche Mietgarantien gewährleistet werden, die wiederum Drohverluste auslösten.<sup>10</sup> „In der Vergangenheit optimistisch prognostizierte Mieteinnahmen und Verkaufserlöse wurden trotz des gravierenden Miet- und Preiseinbruchs der vergangenen Jahre, insbesondere in den neuen Bundesländern, offensichtlich nicht hinreichend revidiert.“<sup>11</sup> Ein unzureichendes Ertragsdenken der verschiedenen Holzmann-Niederlassungen, ein mangelhaftes Baustellen-Controlling, die Annahme zu vieler zu kleiner Bauaufträge sowie Überkapazitäten und zu hohe Verwaltungskosten verschlechterten die Situation des Unternehmens zusehens. Einem Drittel der Bau- und Oberbauleiter wurden Qualifikationsmängel bescheinigt.<sup>12</sup> Hinzu kamen erhebliche strategische und operative Schwächen im Inlandsgeschäft des Baukonzerns.

Auf Seiten des Wirtschaftsprüfer hatten Ermittler der Frankfurter Staatsanwaltschaft Anfang 2000 Anhaltspunkte für falsche Testate seitens des den Holzmann Konzern prüfenden Wirtschaftsprüfers KPMG gesehen. „KPMG habe die Abschlüsse gebilligt, obwohl Wertberichtigungen und Rückstellungen nicht im erforderlichen Umfang vorgenommen worden waren und den Abschlussprüfern das bekannt war.“<sup>13</sup>

---

<sup>6</sup> Vgl. Lückmann (1999b), S.2.

<sup>7</sup> Lückmann (1999a), S. 2.

<sup>8</sup> Eine Bilanzanalyse wird insbesondere im Baugewerbe durch branchenspezifische Faktoren erschwert. Hierzu zählen u.a. eine überwiegend auftragsbezogene Einzelfertigung, meist mehr-periodische Herstellungsprozesse, eine ausgeprägte Saison- und Konjunkturabhängigkeit, zyklisch verlaufende Absatzschwankungen, eine im Vergleich zu anderen Branchen unterdurchschnittliche Eigenkapitalausstattung, eine von An-, Voraus- bzw. Abschlusszahlungen geprägte Finanzierung sowie als besondere Gestaltung der unternehmerischen Zusammenarbeit die Form der Arbeitsgemeinschaften.

<sup>9</sup> Der Verfasser räumt ein, dass in der Baubranche eine periodengerechte Ertrags- und Verlustzuordnung generell schwierig ist. Im Fall Holzmann wurden die klassischen Bauaktivitäten durch Projektentwicklungsgeschäfte im großen Stil ergänzt, was die Problematik der periodengerechten Zuordnung noch verschärfte.

<sup>10</sup> Vgl. Hofmann (1999), S. 16.

<sup>11</sup> Küting (2000), S. 45.

<sup>12</sup> Vgl. o.V. (1999b), S. 19.

<sup>13</sup> o.V. (2000), S. 1.

Ebenso wurde dem ehemaligen Aufsichtsratsvorsitzenden<sup>14</sup> vorgeworfen, „er habe dem von ihm eingesetzten Holzmann-Vorstand zu lange blind vertraut und den branchenfremden Managern zu wenig auf die Finger geschaut.“<sup>15</sup>

Die Staatsanwaltschaft Frankfurt ermittelte darüber hinaus gegen ehemalige Holzmann-Manager wegen des Verdachts der Untreue, des Betruges und der Bilanzfälschung. „Eine Sonderprüfung habe zweifelsfrei erhebliche Pflichtverletzungen früherer Vorstandsmitglieder<sup>16</sup> und leitender Mitarbeiter erkennen lassen“.<sup>17</sup>

Der damalige Bundeskanzler Gerhard Schröder schnürte 1999 gemeinsam mit den Gläubigerbanken ein milliardenschweres Hilfspaket, das auch eine Ausfallbürgschaft des Bundes beinhaltete, die von Holzmann aber nie in Anspruch genommen wurde. Trotz des massiven politischen Eingreifens konnte der Baukonzern letztlich nicht gerettet werden. Große Holzmann Töchter wie die Deutsche Asphalt und die Holzmann Service Gesellschaft (HSG) wurden an ehemalige Konkurrenten verkauft.<sup>18</sup> Im März 2002 meldete die Philipp Holzmann AG Insolvenz an. Das Beispiel Holzmann zeigt, wie sehr sich die Immobilienwirtschaft im Fokus politisch-öffentlicher Wahrnehmung bewegt.

Die Immobilienbranche wird demnach wegen ihrer teilweise sehr direkten Wechselwirkung mit dem Alltag vieler Bürger in eine Vorreiterrolle gedrängt bei der öffentlichen Diskussion der Transparenz von Unternehmensentscheidungen, der Nachprüfbarkeit von Interessenskonflikten und Handlungszwängen, aber auch bei der (nicht immer rationalen) Diskussion über angemessene Vergütungen für Vorstände und Aufsichtsräte.

Themen der Corporate Governance in der Immobilienbranche haben daher nicht nur allgemeine betriebs- und volkswirtschaftliche Bedeutung, sondern sie werden mit hoher Wahrscheinlichkeit auch eine Arena breiter politischer Diskussionen zwischen dem „gesunden Volksempfinden“ und dem globalisierten Denken und Handeln der

---

<sup>14</sup> Den Aufsichtsratsvorsitz hatte zu dieser Zeit der Deutsche Bank Vorstand Carl Ludwig von Boehm-Bezing inne.

<sup>15</sup> Hennes (1999), S. 30.

<sup>16</sup> Holzmann beauftragte Anfang 1999 die Kanzlei Gleiss Lutz, die größten verlustbringenden Aufträge des Konzerns vor 1997 zu untersuchen. Das Gutachten, das Projektentwicklungen und Bauaufträge im Hinblick auf Schadensersatzansprüche gegen frühere Holzmann-Vorstände begutachtete, kam zu dem Ergebnis, dass bei rund der Hälfte der 45 untersuchten Altprojekte Pflichtverletzungen der Vorstände, in 14 Fällen ebenfalls Schadensersatzansprüche abgeleitet werden konnten. Daneben wurde auf erhebliche strukturelle Mängel auf der Konzernebene hingewiesen. So wurde etwa ein Grundstück zu einem wirtschaftlich nicht vertretbaren Preis eingekauft. Alle Vorstände hatten dem Ankauf im Vorhinein zugestimmt. Vgl. o.V. (1999d), S. 1.

<sup>17</sup> o.V. (1999c), S. 22.

<sup>18</sup> Vgl. o.V. (2004e), S. 13.

Kapitalmärkte werden. Dies sollte von den beteiligten Parteien in der Immobilienwirtschaft als besondere Motivation verstanden werden, das Thema *Corporate Governance bei deutschen Immobilien-Kapitalgesellschaften* nicht nur sorgfältig und umfassend abzustimmen, sondern es auch zügig zu bearbeiten und die erarbeiteten Ergebnisse dann auch umzusetzen.

## 1.2 Theoretischer Bezugsrahmen

Immobilien bilden eine eigene, besonders bedeutende Asset-Klasse und sie dienen Investoren zur Diversifikation ihrer Anlageportfolios. Eine ifo-Studie weist z.B. aus, dass 85% des gesamten deutschen Anlagevermögens Immobilien sind.<sup>19</sup> Da die direkte Anlage in Immobilien gewisse Nachteile für den Investor in sich birgt (z.B. hohe Management-, Kosten- oder Kapitalintensität sowie meist eine geringe Fungibilität), gewinnen indirekte Immobilienanlagen zunehmend an Bedeutung.<sup>20</sup> Kapital- und Immobilienmärkte wachsen immer stärker zusammen und neue Produkte und Dienstleistungen entstehen.<sup>21</sup>

Der Immobilienmarkt unterscheidet sich, bedingt durch die Besonderheiten des Wirtschaftsgutes Immobilie<sup>22</sup>, erheblich vom Idealbild eines vollkommenen Marktes.<sup>23</sup> Seine Aufteilung in Teilmärkte, die damit verbundene unzureichende Markttransparenz sowie die geringen Anpassungselastizitäten zeichnen den Immobilienmarkt als Spezialmarkt aus.<sup>24</sup> Die spezifischen Eigenschaften von Immobilien führen letztendlich zu einer mangelnden Anwendbarkeit bzw. zu der Notwendigkeit einer inhaltlichen Modifizierung bewährter Theorieansätze der Wirtschaftswissenschaft.<sup>25</sup>

## 1.3 Wissenschaftsverständnis

Den wissenschaftlichen Rahmen für das Thema *Corporate Governance bei Immobilienkapitalgesellschaften* bildet die Immobilienökonomie, die als anwendungsorientierte Wissenschaft einen funktionalen Teilbereich der Allgemeinen

---

<sup>19</sup> Vgl. Ifo (2005), S. 12.

<sup>20</sup> Vgl. Volger (2001), S. 54.

<sup>21</sup> Hier sind u.a. indexgebundene, synthetische Immobilienzertifikate, Asset Backed Securities, Mortgage Backed Securities und der Deutsche Immobilien Index (DIX) zu nennen, vgl. u.a. Muldavin (1997), S. 38 f.; Gerhard (2003), S. 62 f.; Herrmann (2002), S. 175 f.; Zoller/Kiesl (2002), S. 199 f.

<sup>22</sup> Vgl. Eekhoff (1987), S. 2 f., Kühne-Büning (1994), S. 6 f., Schulte, K.-W. (2000), S. 36 f.

<sup>23</sup> Vgl. Stobbe (1991), S. 312 f., Schumann (1992), S. 211 f.

<sup>24</sup> Vgl. Abromeit-Kremser (1986), S. 113.

<sup>25</sup> Schulte, K.-W. (2000), S. 36, ebenso Refisch (1975), S. 242 in Bezug auf die Bauwirtschaft.

Betriebswirtschaftslehre darstellt.<sup>26</sup> Durch Verknüpfung von Erkenntnissen aus den Grundlagenwissenschaften mit Praxisproblemen kommt der anwendungsorientierten Wissenschaft eine Schnittstellenfunktion zu.<sup>27</sup> Dieser Arbeit liegt daher ein pragmatisches Wissenschaftsziel zugrunde: Es sollen aus der Betrachtung theoretischer Zusammenhänge Hilfestellungen für die Ausgestaltung der Praxis gesucht, formuliert und begründet werden.<sup>28</sup>

Während die Immobilienökonomie in den USA auf eine im Vergleich zu Deutschland lange Forschungsgeschichte zurückschauen kann, ist sie hierzulande eine relativ junge Wissenschaft.<sup>29</sup> Die Wahl des Begriffs Immobilienökonomie soll den breiten, interdisziplinären Ansatz verdeutlichen.<sup>30</sup> Charakteristisch für das Forschungsgebiet Immobilienökonomie ist die Fokussierung auf die mit Immobilienentscheidungen befassten Wirtschaftssubjekte, wobei alle Immobilienarten (Wohn-, Gewerbe-, Industrie- und Sonderimmobilien) über ihren gesamten Lebenszyklus betrachtet werden.<sup>31</sup> Bereits gewonnene Erkenntnisse der Bau- und Wohnungswirtschaftslehre fließen dabei in das Wissenschaftsprogramm der Immobilienökonomie ein. Die Immobilienökonomie will die Entscheidungsprozesse dieser Wirtschaftssubjekte unterstützen und durch Lösungshilfen und neue Ansätze verbessern.<sup>32</sup> Mit ihrer problemorientierten Sichtweise untersucht die Immobilienökonomie Rahmenbedingungen und Prämissen, „unter denen Institutionen, Objekte, Funktionen und Prozesse in immobilienbezogenen Fragestellungen zusammenwirken“.<sup>33</sup> Durch konkrete Handlungsempfehlungen kommt der Immobilienökonomie eine praktisch-angewandte Funktion zu.

Das „Haus der Immobilienökonomie“ (siehe Abbildung 1) stellt dabei einen übergreifenden wissenschaftlichen Bezugsrahmen für das Fachgebiet Immobilienökonomie her, welcher sich mit Immobilien, Immobilienunternehmen,

---

<sup>26</sup> Vgl. Ulrich (1984), S. 200; Ulrich (2001), S. 529 f., insbesondere zur Abgrenzung von anwendungsorientierter Forschung, Grundlagenforschung und Praxis.

<sup>27</sup> Vgl. Ulrich (1984), S. 202; Ulrich (2001), S. 530.

<sup>28</sup> Pragmatisch ist hier im Gegensatz zu theoretisch zu verstehen, wobei beim theoretischen Wissenschaftsziel die Theorienentwicklung und –prüfung im Sinne einer Grundlagenwissenschaft geschieht, vgl. hierzu Ulrich (1984), S. 168 f.; Ulrich (2001), S. 530 und Thommen (1986), S. 41. Das pragmatische Wissenschaftsziel beinhaltet die Entwicklung von Modellen zur Lösung von Praxisproblemen auf der Basis von Theorien, vgl. hierzu Schanz (1990), S.50; Ulrich (1984), S. 200.

<sup>29</sup> Vgl. Hennings (2000), S. 48; Schulte (2001), S. 889.

<sup>30</sup> Schulte, K.-W. (2000), S. 37.

<sup>31</sup> Vgl. Schulte, K.-W. (2000), S. 37.

<sup>32</sup> Vgl. Kirsch (1979), S. 110 f.

<sup>33</sup> Schulte (2000), S. 38.

Immobilienutzern, der Immobilienwirtschaft und angrenzenden Branchen beschäftigt.<sup>34</sup>

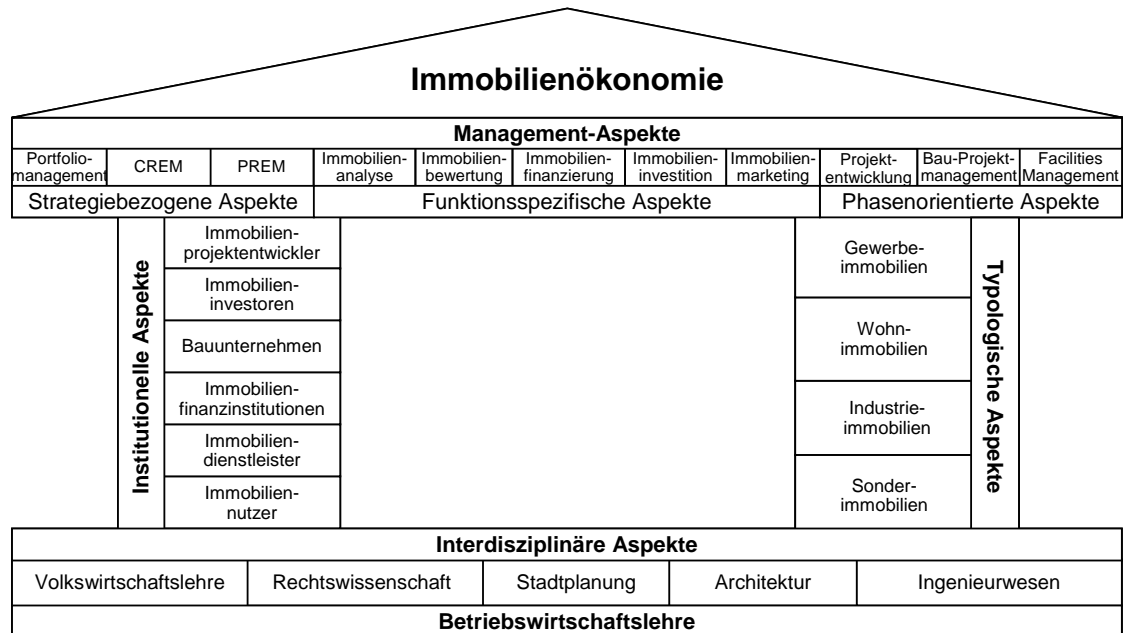


Abbildung 1: Haus der Immobilienökonomie<sup>35</sup>

Das Haus der Immobilienökonomie setzt sich aus management-, institutionen-, typologischen und interdisziplinären Aspekten zusammen, wobei die Betriebswirtschaftslehre das Fundament bildet. Durch die Einbeziehung der Disziplinen Volkswirtschaftslehre, Rechtswissenschaft, Stadtplanung, Architektur und Ingenieurwesen wird auf die Violdimensionalität von Immobilien im Rahmen einer wissenschaftlichen Auseinandersetzung verwiesen.<sup>36</sup>

Das Thema Corporate Governance berührt alle vorgestellten Aspekte des Hauses der Immobilienökonomie mehr oder weniger stark. Bezogen auf die interdisziplinären Aspekte findet sich das Thema in der Allgemeinen Betriebswirtschaftslehre im Bereich Unternehmensführung, in der Rechtswissenschaft und zum Teil auch der Volkswirtschaft wieder. Bezogen auf die beiden tragenden Säulen des Hauses der Immobilienökonomie, die institutionellen und typologischen Aspekte, betrifft Corporate Governance sowohl alle Immobilienmarktteilnehmer (Immobilienprojektentwickler, -

<sup>34</sup> Vgl. Schulte (2000), S. 36.

<sup>35</sup> Quelle: [http://www.ebs-immobilienoekonomie.de/stiftung/files/schulte/040303\\_Portrait\\_Department\\_of\\_Real\\_Estate\\_deutsch.pdf](http://www.ebs-immobilienoekonomie.de/stiftung/files/schulte/040303_Portrait_Department_of_Real_Estate_deutsch.pdf), Abrufdatum 25.11.2005.

<sup>36</sup> Vgl. Schulte (2000), S. 38f., Schulte/Schäfers (2000), S. 108.



investoren, -finanzierer etc.) solange sie in der Gesellschaftsform einer Kapitalgesellschaft (Aktiengesellschaft bzw. Gesellschaft mit beschränkter Haftung) geführt werden, als auch alle Immobilienarten (Gewerbe-, Wohn-, Industrie- und Sonderimmobilien). Bezogen auf die Management-Aspekte ergibt sich ein ähnliches Bild. Auch hier ist eine genaue Abgrenzung des Begriffs Corporate Governance nur schwer möglich, da alle Aspekte (strategiebezogene, funktionspezifische und phasenbezogene) tangiert werden.

#### 1.4 Gang der Untersuchung

Ausgehend von dem zugrunde liegenden anwendungsorientierten Wissenschaftsverständnis erfolgt die Bearbeitung des Themas in einem deskriptiven und einem normativ-präskriptiven Teil.

Im Anschluss an diese Einleitung werden die begrifflichen und konzeptionellen Grundlagen erarbeitet. Hierbei werden zum einen die Begriffe Corporate Governance und Unternehmensführung definiert sowie die Charakteristika von Immobilienkapitalgesellschaften dargestellt.

Da praktisch alle Corporate Governance Probleme auf einer Informationsasymmetrie der involvierten Parteien beruhen, werden im dritten Kapitel die Neue Institutionenökonomik und der in ihr verankerte Agency-Ansatz auf Kapitalgesellschaften angewendet und erläutert.

Im vierten Kapitel werden die Rahmenbedingungen für Corporate Governance in Deutschland beleuchtet. Neben dem in Abschnitt 4.1 skizzierten rechtlichen Rahmen der in den letzten Jahren verabschiedeten Gesetze zu den Themen Unternehmenskontrolle, Transparenz und Unternehmensintegrität, werden in Abschnitt 4.2 die durch Verbände und Interessensgruppen formulierten Rahmenbedingungen dargelegt. Aufgrund der besonderen Rolle des von der Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft entwickelten *Corporate Governance Kodex für die deutsche Immobilienwirtschaft* wird dieser in Abschnitt 4.3. gesondert behandelt und in seinen wesentlichen immobilienwirtschaftlichen Punkten detaillierter vorgestellt.

Das fünfte Kapitel stellt die Ergebnisse einer empirischen Untersuchung zur Corporate Governance bei deutschen Immobilienkapitalgesellschaften dar. Diese Untersuchung orientiert sich am Aufbau des im vierten Kapitel vorgestellten Corporate Governance Kodex der deutschen Immobilienwirtschaft. Zunächst werden ausgewählte Einzelfragen zur Corporate Governance in der deutschen Immobilienwirtschaft für die in Kapitel 2

definierten Teilbranchen analysiert und interpretiert. Dann werden zusammenhängende Frage-/Antwort-Cluster zu Corporate Governance Dimensionen aggregiert. Anhand dieser Dimensionen werden unterschiedliche kapitalgesellschaftliche Rechtsformausprägungen und Teilbranchen bewertet und die Besten bzw. Schlechtesten separat erneut bewertet. Hieraus werden dann im sechsten Kapitel Handlungsempfehlungen für die Bereiche Corporate Governance, Ethik, Immobilienvermögen, Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung sowie Rechte der Anteilseigner und Kommunikation abgeleitet.

Abbildung 2 stellt den Aufbau und den Gang der Untersuchung graphisch dar.

<b>1. Einleitung</b>				
1.1 Problemstellung und Zielsetzung	1.2 Theoretischer Bezugsrahmen	1.3 Wissenschafts- verständnis	1.4 Gang der Untersuchung	
<b>2. Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes: Corporate Governance, Unternehmensführung und Immobilienkapitalgesellschaften</b>				
2.1 Corporate Governance und Unternehmensführung	2.2 Charakterisierung von Immobilienkapital- gesellschaften		2.3 Zusammenfassung	
<b>3. Neue Institutionenökonomik und Corporate Governance</b>				
3.1 Grundlagen und Entwicklungen der NIÖ	3.2 Ansätze der NIÖ	3.3 Agency- Problematik	3.4 Agency-Theorie im Kontext einer Kapitalgesellschaft	3.5 Zusammen- fassung
<b>4. Rahmenbedingungen für Corporate Governance in Deutschland</b>				
4.1 Rechtliche Rahmen- bedingungen für CG	4.2 Institutionelle Rahmenbedingungen für CG	4.3 CG-Kodex für die deutsche Immobilienwirtschaft		4.4 Zusammen- fassung
<b>5. Empirische Untersuchung zur Corporate Governance bei deutschen Immobilienkapitalgesellschaften</b>				
5.1 Zielsetzung und Aufbau der empirischen Untersuchung	5.2 Ergebnisse der empirischen Untersuchung		5.3 Zusammenfassung	
<b>6. Zusammenfassung und Handlungsempfehlungen</b>				
6.1 Corporate Governance	6.2 Ethik	6.3 Immobilien- vermögen	6.4 Rechnungslegung u. Wirtschafts- prüfung	6.5 Rechte der Anteilseigner u. Kommunikation

Abbildung 2: Aufbau und Gang der Untersuchung

## 2 Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes: Corporate Governance, Unternehmensführung und Immobilienkapitalgesellschaften

Vor allem im angelsächsischen Raum wurde in den 80er Jahren des letzten Jahrhunderts der Ruf nach allgemein akzeptierten Regeln der Corporate Governance immer lauter. Ursache dafür war die steigende Anzahl feindlicher Unternehmensübernahmen und der immer härter werdende globale Kampf um Finanz – und Humankapital. Heute hat sich die Argumentation verschoben.

### 2.1 Ableitung des zugrunde liegenden Verständnisses von Corporate Governance und Unternehmensführung

Vor allem die bereits kurz erläuterten Unternehmensschieflagen<sup>37</sup>, aber auch die noch immer schwelende Diskussion über die Effizienz des zweistufigen deutschen Vorstand-Aufsichtsrat-Systems, die medienwirksam geführte Debatte über die angemessene Vergütung von Führungskräften oder die Einführung von Shareholder-Value Konzepten sind in den Vordergrund der Diskussion getreten.

Durch die Entwicklung der Neuen Institutionenökonomik ließen sich CG-Fragen sehr anschaulich und plausibel darstellen, was die wissenschaftliche Behandlung und Auseinandersetzung mit diesem Sachverhalt sehr befruchtete.

#### 2.1.1 Abgrenzung des Begriffs Corporate Governance

Der englische Terminus Corporate Governance hat in die deutsche Fachliteratur seit Mitte der 90er Jahre verstärkt Einzug gehalten. Er findet in der deutschen Sprache keine direkte Entsprechung. Sinngemäß bezeichnet Corporate Governance den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens.<sup>38</sup>

Die einfache Übersetzung der beiden Begriffe ins Deutsche (Corporate = Konzern, Governance = Führung) verleitet zum Trugschluss, dass der deutsche Begriff der „Unternehmensführung“ eine adäquate Übersetzung bieten würde.<sup>39</sup> Auch andere deutsche Begriffsübersetzungen wie Unternehmensaufsicht<sup>40</sup>, Unternehmens-

---

<sup>37</sup> Hier sei neben dem Baukonzern Philipp Holzmann auch auf die im Immobilienbereich tätige Fondstochter der Bankgesellschaft Berlin verwiesen.

<sup>38</sup> Vgl. v. Werder (2001), S. 2 und v. Werder (2003), S.4.

<sup>39</sup> Vgl. Schweizer (2002), S. 67; Audretsch/Weigand (2001), S. 129.

<sup>40</sup> Vgl. Malik (1997).

überwachung<sup>41</sup>, Unternehmenskontrolle<sup>42</sup>, Leitungskontrolle<sup>43</sup> oder „Unternehmensverfassung“<sup>44</sup> werden verwendet.

Der deutsche Begriff Unternehmensverfassung umfasst die Gesamtheit der Regelungen, die das Unternehmen konstituieren. Da diese Regelungen bestimmen, inwieweit „einzelne Individuen des Unternehmens in der Lage sind, ihre Ziele zu erreichen, nehmen sie Einfluß [!] auf die Gestaltung des grundsätzlichen Spannungsverhältnisses zwischen Eigentümern und Managern.“<sup>45</sup>

Die Unternehmensverfassung spiegelt dabei jedoch nur die interne Governanceperspektive, nämlich die Binnenordnung<sup>46</sup> des Unternehmens wieder, die das Zusammenspiel der Unternehmensorgane, ihre Kompetenzen und Funktionsweisen definiert und die innere Ordnung sicherstellt.<sup>47</sup> Die externe Governanceperspektive, die das Außenverhältnis des Unternehmens zu seinen Bezugsgruppen (Stakeholder) und seiner Umwelt (z.B. Kapitalmarkt) betrifft, blendet sie dabei weitgehend aus.

Da dem Schlagwort Corporate Governance kein ähnlich prägnantes und umfassendes deutsches Wort als Übersetzung an die Seite gestellt werden kann, soll in dieser Arbeit die auch in der Praxis übliche Bezeichnung Corporate Governance verwendet werden.

In Bezug auf die Definition des Begriffs Corporate Governance ist festzuhalten, dass sich im Laufe der Zeit unterschiedlich weite Begriffsfassungen etabliert haben. Als Folge gibt es sowohl im englisch-sprachigen wie auch im deutsch-sprachigen Raum keine allgemein anerkannte, einheitliche Begriffsdefinition.

Shleifer/Vishny<sup>48</sup> geben einen umfassenden wissenschaftlichen Überblick über das ursprüngliche enge US-amerikanische Verständnis von Corporate Governance, welches seinen Fokus auf das (Kontroll-)Verhältnis von Eigentümern (Aktionäre) und Managern legte.<sup>49,50</sup> Shleifer/Vishny definieren Corporate Governance als den Prozeß, „that deals with the way in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting

---

<sup>41</sup> Vgl. Achleitner (1995), S. 881 f.; Fey (1995), S. 1320 f.; Hofmann/Hofmann (1998), Hommel/Riemer-Hommel (1999), S. 151; Schäfer (1997), S. 143.

<sup>42</sup> Vgl. Schäfer (1997), S. 144.

<sup>43</sup> Vgl. Assmann (1995), S. 289.

<sup>44</sup> Vgl. Kübler (1994), S. 141 f., Schmidt (2001), S. 65.

<sup>45</sup> Hutzschenreuter (1998), S. 3.

<sup>46</sup> Diese Binnenordnung ergibt sich aus der Definition von Informations- und Verfügungsrechten verschiedener Akteure und Stakeholder (z.B. Aktionäre, Kunden, Lieferanten, interessierte Öffentlichkeit usw.), vgl. Gerum (1992), Sp. 2480 f.

<sup>47</sup> Zingales verweist darauf, dass in der Corporate Governance-Debatte zu häufig nur die juristische Betrachtungsweise („Corporate law“) eine Rolle spiele, vgl. Zingales (2000), S. 1627.

<sup>48</sup> Vgl. Shleifer/Vishny (1997).

<sup>49</sup> Vgl. hierzu Prigge (1998), S. 945, Emmons/Schmidt (2000), S. 59.

<sup>50</sup> Shleifer/Vishny knüpfen hier an die Untersuchungen von Berle/Means zur dysfunktionalen Wirkung der Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht an, siehe dazu Berle/Means (1967).

a return on their investment“<sup>51</sup>. Sie schließen hierbei neben den Eigenkapitalgebern, entgegen anderen Definitionen, auch die Fremdkapitalgeber mit in die Betrachtung ein.<sup>52</sup>

Die europäische Sichtweise auf Corporate Governance ist sehr viel breiter angelegt und thematisiert neben dem schon genannten Verhältnis Aktionär/Management, weitere Beziehungen zwischen Stakeholdern und Management sowie zwischen den verschiedenen Stakeholdern untereinander.<sup>53</sup> In Deutschland spielt, bedingt durch die lange Tradition der Behandlung von Fragen der Unternehmensverfassung sowie der mangelnden Effizienz der Führungsorgane, insbesondere die interne Governanceperspektive eine große Rolle.<sup>54</sup> Die Diskussion über Corporate Governance wird inzwischen nicht mehr nur in wissenschaftlichen Zirkeln geführt, sondern findet breiten Widerhall auch in der wirtschaftlichen Praxis und der Presse.<sup>55</sup> Auch der deutsche Gesetzgeber nimmt sich immer häufiger und nach teilweise breiter öffentlicher Diskussion in Form von Gesetzesänderungen<sup>56</sup> und neuen Gesetzesvorhaben<sup>57</sup> des Themas an.

Aus dieser breiteren Sichtweise heraus existieren in der Literatur eine Vielzahl von Definitionen: Nach BÖCKLI handelt es sich bei Corporate Governance zunächst um „die sachgerechte Zuteilung der Aufgaben und die zweckmäßige Strukturierung der obersten Leitungsorgane im Gleichgewicht zwischen erfolgsbezogener strategischer Führung und finanziell/betriebswirtschaftlicher Kontrolle“<sup>58</sup>. Auch bei anderen Autoren umschließt die Begriffsdefinition die Bereiche Führung und Kontrolle.<sup>59</sup>

Unternehmensführung und Corporate Governance werden dabei sinnfällig durch folgende Definition abgegrenzt: Unternehmensführung ist „[...] die zielorientierte Beeinflussung der Prozesse im Unternehmen durch das Management“<sup>60</sup>, während

---

<sup>51</sup> Shleifer/Vishny (1997), S. 737.

<sup>52</sup> Vgl. Prigge (1998), S. 946.

<sup>53</sup> Vgl. Weimer/Pape (1999), S. 152, Vinten (2001), S. 44f. und Monks/Minow (2001), S. 1.

<sup>54</sup> Vgl. Steinmann/Gerum (1978), Boetcher et al (1968) und Witte (1978), S. 331 f.

<sup>55</sup> Hier spielen vor allem die Themen Transparenz und Angemessenheit von Vorstandsvergütungen eine große Rolle.

<sup>56</sup> Hier sei an das KonTraG (1998) und das TransPuG (2002), sowie die vier Finanzmarktförderungsgesetze aus den Jahren 1990, 1994, 1998 und 2002 erinnert.

<sup>57</sup> Das Anfang 2003 von der Bundesregierung vorgestellte 10-Punkte-Programm zur Verbesserung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes enthält Ansatzpunkte für weitere gesetzliche Vorhaben. Die meisten davon wurden seitdem umgesetzt.

<sup>58</sup> Böckli (o.J.) zitiert nach: Schweizer (2002), S. 67.

<sup>59</sup> Vgl. v. Rosen (2002), S. 591, Rz. 2.5.

<sup>60</sup> Bassen (2002), S. 21.

Corporate Governance die Beeinflussung der Rahmenbedingungen von Leitung und Kontrolle des Managements zum Gegenstand hat.

Auch Böckli entfernt sich vom Begriff der Unternehmensverfassung und kommt zum Schluss, dass Corporate Governance die Regelung der Relationen zwischen der obersten Unternehmensleitung und den Aktionären, bzw. dem Kapitalmarkt beschreibe.<sup>61</sup> Sie soll somit nicht nur eine effiziente Unternehmensführung und Kontrolle gewährleisten, sondern insbesondere „[...] die Unternehmensleitung [Agent] zwingen, den Anteilseignern [Prinzipal] gegenüber Rechenschaft über die Leistung des Unternehmens abzulegen“<sup>62</sup> und ihnen Dividenden für das eingesetzte Kapital zu zahlen.<sup>63</sup> Das bedeutet, dass Corporate Governance nicht nur die Rechte und Pflichten, Entscheidungsstrukturen und Kompetenzabgrenzungen der Organe einer Kapitalgesellschaft beschreibt, sondern darüber hinaus auch Anhaltspunkte hinsichtlich der Unternehmensstrategien und der Beziehungen zum Kapitalmarkt gibt. Dies leitet zu einem weiteren wichtigen Aspekt über: Corporate Governance ist eng verknüpft mit Verträgen, Überwachungs- und Durchsetzungssystemen sowie den unternehmensinternen Verhaltensleitlinien in Verbindung mit rechtlichen Rahmenbedingungen sowie der Übernahme des Shareholder- bzw. Stakeholder-Value Gedankens.<sup>64</sup>

Die Zusammenarbeit verschiedener Unternehmensinstitutionen wie z.B. Vorstand, Aufsichtsrat, Kapitalgeber, Mitarbeitervertretung innerhalb von ausgehandelten Verträgen oder von Mitbestimmungsregelungen bzw. Gesetzgebungssystemen bilden damit den Gestaltungsrahmen für den hier verwendeten CG-Begriff. Corporate Governance beschreibt somit die Leitlinie zur Unternehmensleitung und –überwachung z.B. auch für die Zusammenarbeit zwischen (institutionellen) Investoren und Unternehmen.<sup>65</sup> Lokale Ausgestaltungen können zusätzliche Elemente (z.B. Ethik, Einbindung weiterer Stakeholder-Gruppen) betonen.

CG soll in dieser Arbeit in erster Linie aus Sicht des Shareholder-Value betrachtet werden. Dieser stellt an ein CG-System vor allem den Anspruch, dass das Management die Unternehmenspolitik nach den (langfristigen) Interessen der Aktionäre ausrichtet.

---

<sup>61</sup> Vgl. Böckli (o.J.) zitiert nach: Schweizer (2002), S. 67.

<sup>62</sup> Audretsch/Weigand (2001), S. 94.

<sup>63</sup> Vgl. Shleifer, Vishny (1997), S. 737.

<sup>64</sup> Vgl. Schweizer (2002), S. 67; v. Rosen (2002), S. 592; Bundesverband der Deutschen Industrie e.V., PwC Deutsche Revision AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (2002), S. 6; Audretsch/Weigand (2001), S. 94; Johnston, Shelton (1999), S. 7; O’Sullivan (2000), S. 13.

<sup>65</sup> Vgl. Grundsatzkommission Corporate Governance (2000a), S. 2.

### 2.1.2 Unternehmen als Vertragsnetzwerke

Unternehmen sind Orte, an denen verschiedene Akteure bzw. Bezugsgruppen ihre Leistungen im Rahmen der arbeitsteiligen Wertschöpfung unter der Leitung eines Managements bündeln.<sup>66</sup> Die Leistungsbeziehungen dieser Akteure zum Unternehmen sind durch explizite und implizite Verträge geregelt.<sup>67</sup> Alle Governanceprobleme lassen sich im Kern auf die Unvollständigkeit der geschlossenen Verträge und die unterschiedlichen Interessen der beteiligten Bezugsgruppen zurückführen. Diese Unvollständigkeit beruht auf der Komplexität, Unvorhersehbarkeit und Dynamik von Umweltzuständen, die allen zukünftigen Austauschbeziehungen zwischen den verschiedenen Bezugsgruppen zugrunde liegen.<sup>68</sup> Es ist daher schwierig, wenn nicht gar unmöglich, alle Rechte und Pflichten beider Vertragsparteien jeweils aktuell bis ins Detail vertraglich festzulegen und zu dokumentieren, ohne damit Qualität und Geschwindigkeit des Handelns maßgeblich zu beeinträchtigen.

Neben Komplexität und Dynamik spielt die Informationsverteilung zwischen den Vertragsparteien eine große Rolle. Diese asymmetrische Informationsverteilung kann z.B. auftreten, wenn eine Vertragspartei (z.B. das Management) von Anbeginn oder während der Vertragslaufzeit in den Besitz vertragsrelevanter Informationen kommt, die Gegenpartei (z.B. die Aktionäre) sich diese vertragsrelevanten Informationen jedoch gar nicht oder nur zu sehr hohen Informationskosten beschaffen kann.<sup>69</sup>

### 2.1.3 Bezugsgruppen des Unternehmens

Wie gezeigt wurde, ist das Zusammenwirken der Vertragsparteien das zentrale Thema bei Governanceproblemen. Je nach Bezugsgruppe sind zwei governancerelevante Gruppendifinitionen zu unterscheiden: die Shareholder- und die Stakeholder-Konzeption.

---

<sup>66</sup> Vgl. Jones (1995), S. 407, Monks/Minow (2001), S. 6, Alchian/Demsetz (1972), S. 793.

<sup>67</sup> Eine Differenzierung von expliziten und impliziten Verträgen liefern u.a. Fama/Jensen (1983), S. 302 f., Jensen (1993), S. 849 und Zingales (2000), S. 1633.

<sup>68</sup> Vgl. Hart (1988), S. 123; Hart/Moore (1988), S. 755.

<sup>69</sup> Siehe Arrow (1985), S. 37 f.; Ross (1973), S. 134 f.



### 2.1.3.1 Shareholder-Ansatz

Das klassische Shareholder-Konzept fokussiert alleine auf das Verhältnis von Top Management (Agenten) und Aktionären (Prinzipale).<sup>70</sup> Als strikte Verhaltensprämissen dieser Agency-Beziehung wurde für den Prinzipal eine risikoneutrale, aber gewinnmaximierende Einstellung angenommen, der Agent wurde hingegen risikoavers und als streng opportunistisch handelnd gesehen. Durch die den Agenten gegebenen weitreichenden Verfügungsrechte, ihren Informationsvorsprung sowie das Fehlen geeigneter Kontroll- und Anreizsysteme, konnte das Management seinen eigenen Nutzen auf Kosten der Aktionäre maximieren und Eigeninteressen verfolgen.

Die Beschränkung auf das Beziehungspaar Aktionär/Management wurde damit begründet, dass das Risiko aus unvollständigen Verträgen allein beim Aktionär liege und dass die Interessen aller anderen Bezugsgruppen über lange Zeit konstant seien.<sup>71</sup>

Der Aktionär habe praktisch keine Chance, bindende Vereinbarungen in Bezug auf Gewinnausschüttung oder Aktienkurssteigerungen mit dem Management zu treffen.<sup>72</sup>

Die anderen Bezugsgruppen hingegen hätten dagegen ihre Ansprüche (z.B. Liefer-, Arbeits- oder Kreditverträge) gewöhnlich vertraglich oder gesetzlich (z.B. Verbraucher-, Gläubiger- oder Kündigungsschutz) abgesichert.

Dieses Konzept wird in jüngerer Zeit von zwei Seiten kritisiert: Zum einen wird die streng opportunistische Verhaltensweise des Agenten (Management) als nur bedingt realitätsnah und dysfunktional angesehen. Als Beispiel wird die Einführung von optionsbasierten variablen Vergütungsmodellen (Stock Options) für das Top Management angeführt. Dies sollte zu einer Harmonisierung der Eigeninteressen (Alignment of interest) von Aktionären und Top Managern führen.<sup>73</sup> Die Praxis zeigte aber, dass solche, auf Opportunismus ausgerichteten Kontroll- und Anreizsysteme oft gerade diesen Opportunismus generierten und als self-fulfilling prophecy wirkten.<sup>74</sup> Aktienkurse wurden durch Äußerungen/Meldungen (Ad-hoc Mitteilungen) oder kurzfristiges Handeln des Top Managements in die Höhe getrieben, um bestimmte Ausübungskurse für die vom Management gehaltenen Aktienoptionen zu erreichen.

---

<sup>70</sup> Zur Agency-Theorie siehe allgemein: Jensen/Meckling (1976), Ross (1973), Fama (1980).

<sup>71</sup> Siehe hierzu Aguilera/Jackson (2003), S. 6 u. 10 f.; Rappaport (1986), S. 12 f.; Bühner (1990), S. 10 f.

<sup>72</sup> Vgl. Zingales (2000), S. 1631; Schmidt (2001), S. 66; O'Sullivan (2000), S. 395.

<sup>73</sup> Ein steigender Aktienkurs hätte sowohl Aktionäre als auch Top Manager erfreut.

<sup>74</sup> Vgl. Ghoshal/Moran (1996), S. 14, Frey/Osterloh (1997), S. 316, Pfeffer (1997), S. 48.

Zum anderen wird die alleinige Fokussierung auf die Management/Aktionärs-Beziehung kritisiert, da viele Governanceprobleme auch aus dem Verhältnis zu den übrigen Bezugsgruppen erwachsen können.

Dennoch orientiert sich ein mit ausreichend langfristiger Perspektive verfolgtes Shareholder Value-Konzept an einer Steigerung des Wertes, den ein Unternehmen für seine Anteilseigner hat<sup>75</sup> und beschreibt somit die „Angemessenheit der Gesamtertritte einer Aktienanlage im Verhältnis zum Risiko“<sup>76</sup>. Damit sind in der Regel folglich auch Stabilität und Nutzen für die Stakeholder verbunden.

### 2.1.3.2 Stakeholder-Ansatz

Der Stakeholder-Ansatz geht davon aus, dass nicht allein die Aktionäre durch unvollständige Verträge Risiken tragen müssen, sondern dies auch andere Bezugsgruppen betrifft. Beispiele sind Zulieferer, die ihre eigenen Herstellungsprozesse mit hohem Mittelaufwand in den Fertigungsprozess ihres Hauptabnehmers integrieren und die aufgrund ihrer daraus resultierenden immer stärkeren Abhängigkeit durch Forderungen nach immer neuen preislichen Zugeständnissen seitens des Hauptabnehmers existentiell bedroht sind.<sup>77</sup> Je spezifischer sich das Leistungsangebot des Stakeholders auf die Unternehmung ausrichtet, desto höher sind auch seine Risiken.<sup>78</sup>

Neben dem Management können auch andere Stakeholder von Vertragsunvollkommenheiten profitieren. Beispielhaft seien hier Fremdkapitalgeber genannt, die Kreditlinien ohne „Vorwarnung“ zurückfahren, Arbeitnehmer mit mangelndem Arbeitsengagement oder die Verhandlungsmacht von Großkunden. Je nach den ihnen zugeteilten Verfügungsrechten und ausgeübten bzw. vorhandenen Verhaltensmustern können Stakeholder also ebenfalls opportunistisch handeln.

Vor diesem Hintergrund ist es sinnvoll, den Kreis der „relevanten“ Bezugsgruppen weiter zu spannen und neben den Aktionärsinteressen ausdrücklich die Belange weiterer Bezugsgruppen (z.B. Arbeitnehmer, Lieferanten, Kunden, interessierte Öffentlichkeit usw.) in die Governanceüberlegungen miteinzubeziehen. Schwierig ist es hierbei, diese

---

<sup>75</sup> Vgl. Witt (2001), S. 86.

<sup>76</sup> Beelitz (2002), S. 577.

<sup>77</sup> Dieses auch als Hold-Up bekannte Phänomen wird näher bei Goldberg (1980), S. 339 f. und Grossman/Hart (1986) beschrieben.

<sup>78</sup> Siehe Williamson (1985), S. 54.

relevanten Bezugsgruppen und ihren Forderungsrahmen konkret zu definieren.<sup>79</sup> Als Stakeholder werden danach die Bezugsgruppen bezeichnet, die für ihre geleisteten Beiträge zur unternehmerischen Wertschöpfung eine adäquate Gegenleistung erhalten wollen.<sup>80</sup> Dies können natürliche Personen, aber auch Institutionen sein, die auf der Grundlage unvollständiger Verträge Transaktionsbeziehungen mit dem Unternehmen eingegangen sind und deshalb an der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens interessiert sind. Als relevante Stakeholder können somit die Anteilseigner, Fremdkapitalgeber, Arbeitnehmer, Management, Lieferanten, der Staat sowie die Kunden definiert werden.

Den diversen Stakeholdern kann trotz der verschiedenartigen und gruppenspezifischen Zielsetzungen unterstellt werden, dass sie langfristig gesehen ein Interesse an einer nachhaltigen, wirtschaftlichen Prosperität eines Unternehmens haben, das ihre Ansprüche bedienen kann. Hohe Zielerreichungsgrade einzelner Stakeholder können sich dabei auch gegen die Interessen anderer Gruppen richten.<sup>81</sup>

Der Stakeholder-Ansatz orientiert sich daher an einem pluralistischen Zielsystem, das die verschiedenartigen Interessen der Stakeholder des Unternehmens angemessen berücksichtigt.<sup>82</sup> Das Unternehmen ist somit als Koalition der beteiligten Stakeholder zu interpretieren, die die Unternehmenserhaltung zum Ziel hat. Der Unternehmensleitung kommt somit eine zentrale Bedeutung zu, da sie die Interessen der Koalitionäre orchestrieren und für einen Interessenausgleich sorgen muss.

Im Gegensatz zum Shareholder-Value, der sich investitionstheoretisch klar begründen und messen lässt, fällt es der Stakeholder-Value-orientierten Unternehmensleitung schwer, eine klare Zielfunktion zu definieren, da die spezifischen Nutzensvorstellungen der Koalitionäre je nach Strategiealternative, individueller Dominanz innerhalb des Koalitionärlagers oder spezifischer Nutzensgewichtung des Koalitionärs divergieren. Die Ableitung einer konkreten aggregierten Maßgröße ist somit nicht möglich.<sup>83</sup>

Folglich können beim Stakeholder-Ansatz nur Unternehmensstrategien verfolgt werden, die auf „der Grundlage einer möglichst breiten Zustimmung der wichtigsten strategischen Anspruchsgruppen zu verwirklichen sein werden“<sup>84</sup>. Die besonders im

---

<sup>79</sup> Zu den verschiedenen Auffassungen, wer als Stakeholder Berücksichtigung finden sollte, siehe Cohen (1996), S. 3 f.; Donaldson/Preston (1995), S. 66; Mitchell/Agle/Wood (1997), S. 853.

<sup>80</sup> Vgl. Mitchell/Agle/Wood (1997), S. 857 f.; Clarkson (1995), S. 105 f.; Hill/Jones (1992), S. 133.

<sup>81</sup> Vgl. hierzu Feudner (1999), S. 743.

<sup>82</sup> Vgl. Früh (1999), S. 12; Witt (2001), S. 104;

<sup>83</sup> Zu möglichen Wertbegriffsdefinitionen des Stakeholder-Value vgl. Eberhardt (1998), S. 162 f.

<sup>84</sup> Schmid (1997), S. 635.

europäischen Umfeld als attraktiv empfundene Stakeholder-Ansatz stößt z.B. beim jetzigen deutschen Modell in der Praxis rasch an seine Grenzen aufgrund der komplexen Probleme bei der praktischen Umsetzung (z.B. Mitbestimmung), aber auch aufgrund der Unvereinbarkeit mit den Erwartungen der globalen Kapitalmärkte.

### 2.1.3.3 Stewardship-Theorie

Die Stewardship-Theorie<sup>85</sup> basiert auf der neoklassischen Theorie und geht von einer Interessensdeckung von Managern und Anteilseignern aus.<sup>86</sup> Sie geht davon aus, dass Managern nicht ohne weiteres ein opportunistisches und eigennütziges Handeln unterstellt werden kann (consensus perspective). Sie sieht Manager vielmehr als „honorable wealth builder“<sup>87</sup>, die mit der gesamten Unternehmensleitung betraut werden können, da sie als „treuhänderischer Verwalter“ im Sinne der Aktionäre handeln und den Unternehmenswert steigern. Triebfedern für das „selbstlose“ Verhalten der Manager können sein z.B. Geltungs- und Erfolgsbedürfnis, Streben nach sozialem Status, eine hohe Arbeitsmoral (work ethic) oder der Wunsch, Verantwortung zu tragen. Die damit begründete Trennung der Anteilseigner von der direkten Unternehmenskontrolle wird dabei als notwendig empfunden, um eine Professionalisierung des Managerberufs und -handelns zu erreichen. Diese Professionalisierung und zusätzliche Machtfülle des Managements wird als wesentlicher Faktor zur Maximierung des Unternehmenswertes und des Shareholder Value angesehen.

Es soll nicht behauptet werden, dass dieses Modell nicht erfolgreich war und ist. Der gewählte idealistische Ansatz stellt jedoch eher einen „Glücksfall“ dar, auf den die allgemeine Praxis jedoch nicht bauen kann und sollte.

### 2.1.4 Funktionen der Corporate Governance

Die Unvollständigkeit von Verträgen und die unterschiedlichen Interessen der verschiedenen Vertragsparteien bergen das Risiko, dass jeder Stakeholder diese egoistisch und opportunistisch zu seinem eigenen Vorteil und zu Lasten der anderen Stakeholder ausnutzen könnte. Die dem einzelnen Akteur zur Verfügung stehenden Opportunismusoptionen und –risiken, steigern zwar im Einzelfall den individuellen Nutzen des Stakeholders, tendieren aber dazu, konsolidiert Wohlfahrtsverluste und

---

<sup>85</sup> Siehe Marris (1964); Nichols (1969); Turnbull (1997), S. 180f. und Etzioni (1975).

<sup>86</sup> Vgl. Nowak (1997), S. 1 und S. 7 f. u.a. mit Darstellung der Nachteile der Gewinnmaximierungsthese.

<sup>87</sup> Maassen (1999), S. 30.

Verteilungsungleichgewichte zu bewirken. Ein Stakeholder, der z.B. „krankfeiert“, erbringt einen ebenso suboptimalen Beitrag zur Wertschöpfung des Unternehmens wie ein pflichtvergessener Manager. Beide tragen dazu bei, dass ein Aktionär für sein Aktienengagement und das damit eingegangene Opportunismusrisiko nur eine unzureichende Risikoprämie erhält.

Das Ziel von Corporate Governance Regelungen besteht also darin, Verfügungsrechte und Anreizsysteme rechtlich und faktisch so festzulegen, dass die Akteure weniger Spielräume und Motivation für opportunistisches Verhalten haben.<sup>88</sup> Dadurch sollen „die Effizienz der Unternehmensführung“<sup>89</sup> und somit „die Erwirtschaftung eines größtmöglichen Überschusses aus den eingesetzten Ressourcen“<sup>90</sup> sichergestellt werden. Durch die Abwägung der Opportunismuskosten (z.B. Einbußen des Unternehmens durch opportunistisches Verhalten eines Stakeholders) und der Regulierungs- bzw. Governancekosten<sup>91</sup> (z.B. Aufwendungen für Unternehmenspublizität und Aufsichtsratsarbeit) soll eine geeignete Verteilung des Faktoreinkommens und des erwirtschafteten Unternehmensüberschusses auf die Stakeholder sichergestellt werden. Darüber hinaus sollen möglichst günstige Bedingungen für eine produktive Unternehmenswertschöpfung sichergestellt werden<sup>92</sup>. Dabei soll die Produktivität der Unternehmenswertschöpfung und somit auch der ökonomische Unternehmenswert als das Maß der Unternehmensfähigkeit definiert werden, die Ansprüche all seiner relevanten Stakeholdergruppen bei gegebenem Input nachhaltig zu erfüllen.<sup>93</sup> Je besser die Wertverteilung sich mit den Wertschöpfungsbeiträgen und den Chancen und Risiken der unvollständigen Verträge der einzelnen Stakeholder deckt, umso größer ist die unternehmenstheoretische Fairness der Wertverteilung.

---

<sup>88</sup> Vgl. Witt (2001), S. 75 f.; Jensen (1993), S. 831 f.

<sup>89</sup> Witt (2003), S. 2.

<sup>90</sup> Witt (2003), S. 2.

<sup>91</sup> Zum Begriff Governancekosten siehe Williamson (1985), S. 90 f.

<sup>92</sup> Vgl. Blair (1995), S. 39; O’Sullivan (2000), S. 1.

<sup>93</sup> Zu dieser und vergleichbaren Wertschöpfungs- und Unternehmenswertdefinitionen siehe Blair (1998), S. 200; v. Werder (1998), S. 90; Schmidt/Maßmann (1999), S. 149 f. und Charreaux/Desbrières (2001), S. 109 f.

### 2.1.5 Corporate Governance und Unternehmenserfolg

Aufmerksamkeit erlangte das Thema Corporate Governance unter anderem durch eine unter institutionellen Investoren durchgeführte Studie<sup>94</sup> der Unternehmensberatung McKinsey & Company<sup>95</sup> im Jahr 2000. Diese fand heraus, dass Investoren bereit waren, für ein hohe „perception of governance“<sup>96</sup> einen landesabhängigen Kursaufschlag zu zahlen. Je höher der nationale Reifegrad der Corporate Governance war, desto niedriger fielen allerdings diese von Investoren gezahlten Kursaufschläge aus. Für deutsche Unternehmen mit guter Governance wird eine Prämie von 13% ausgewiesen, amerikanische Unternehmen liegen zwischen 8 und 14%. Führt man sich vor Augen, welche Anstrengungen von Unternehmensseite notwendig sind, um eine Unternehmenswertsteigerung von 13% zu erreichen (z.B. durch Absatzsteigerungen, Werksschließungen oder Rationalisierungsmaßnahmen), so kann man erahnen, welchen Hebel eine Steigerung der „governance perception“ von Seiten des Unternehmens in den Augen der Investoren darstellt.<sup>97</sup>

Auch wenn ein positiver Zusammenhang zwischen Corporate Governance und Unternehmenserfolg angenommen werden kann, so liegt doch eine erhebliche Schwierigkeit darin, dass Corporate Governance sich aus mehreren Teilsystemen/Gestaltungsaspekten (z.B. rechtlichen, betriebs-/volkswirtschaftlichen, ethischen) zusammensetzt, die komplex und interdependent sind. Durch die zahlreichen Gestaltungsaspekte der Corporate Governance können bestimmte Wirkungen wiederum nur durch ihre spezifische Kombination mit anderen Governanceelementen erzielt werden.<sup>98</sup>

Je stärker man diese gegenseitigen Abhängigkeiten berücksichtigen und beleuchten will, desto mehr gerät die Analyse zu einem Effizienzvergleich von Corporate Governance-Systemen auf der Makroebene.<sup>99</sup> Neben diesem nationalen Governance-Rahmen hängt der Unternehmenserfolg aber auch von vielen weiteren Faktoren wie z.B. der Produktpolitik, der Wettbewerbsstrategie oder dem Marketing ab. Ein recht „simpler“

---

<sup>94</sup> Weiter Untersuchungen zur Korrelation von Unternehmenserfolg und Corporate Governance wurden u.a. von Thomsen/Pedersen (2000); Drobetz/Schillhofer/Zimmermann (2002), Gugler (2001) und Murray (1989).

<sup>95</sup> Siehe McKinsey (2000), zur Studie sei angemerkt, dass es sich um eine reine Investorenbefragung handelte. Da der Nachweis einer Korrelation zwischen Corporate Governance und Unternehmenserfolg aber als sehr komplex angesehen werden kann, darf dieser Studie nur eine bedingte Aussagefähigkeit zugemessen werden. Vgl. Coombes/Watson (2000), S. 75 f.

<sup>96</sup> Monks (2002), S. 118.

<sup>97</sup> Vgl. Monks (2002), S. 118.

<sup>98</sup> Vgl. Dalton et al. (2003), S. 20 f.; Schmidt (2001), S. 74.

<sup>99</sup> Zum Vergleich von Corporate Governance-Systemen siehe Witt (2003) u. Wentges (2002), S. 127f.

Ursache-Wirkungszusammenhang von „guter“ Corporate Governance und Unternehmenserfolg, wie ihn die McKinsey-Studie nahe legt, ist daher eher schwierig empirisch nachzuweisen und bislang allenfalls punktuell untermauert worden.<sup>100</sup>

Analysiert man die Beziehung zwischen Corporate Governance und Unternehmenserfolg auf der unternehmensinternen Ebene (Mikroebene), so ist zwischen interner (z.B. Leitungs- und Kontrollaufgaben, interne Kommunikation) und externer Corporate Governance (z.B. Investor's Relations, Kapitalmarktkommunikation) zu unterscheiden. Wesentlich ist hierbei die Frage, ob eine unternehmensspezifische Corporate Governance, die über das vom Gesetzgeber und den Kapitalmärkten<sup>101</sup> Geforderte hinausgeht, von den Stakeholdern, insbesondere der Investorensseite, auch entsprechend honoriert wird und so den Unternehmenserfolg steigert. Empirische Studien zur Frage der Funktionstrennung von CEO und Board Chairman kommen hier z.B. zu unterschiedlichen Ergebnissen.<sup>102</sup> Trotz der schwierigen Beweisführung für einen nachweisbaren Nutzen, macht die Weiterentwicklung und Einhaltung von Corporate Governance Regelungen Sinn. Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist z.B. plausibel aufgebaut, wurde von Wirtschaft und Wissenschaft entsprechend internationalen Standards erarbeitet und wird von großen börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften ohne Nachteil umgesetzt und gelebt.

#### 2.1.6 Abgrenzung des Begriffs Unternehmensführung

Zur Schärfung des Begriffs Corporate Governance soll hier der Begriff Unternehmensführung definiert und abgegrenzt werden. Das Phänomen Führung ist allen hierarchisch aufgebauten Institutionen immanent. Dabei ergibt sich der Führungsbedarf in einem Unternehmen aus dem Handeln von Personen, die ihrerseits Ziele erreichen wollen. Zur Erreichung dieser Ziele ist eine Koordination der einzelnen Akteure notwendig.<sup>103</sup> In Unternehmen, bei denen die wirtschaftliche Wertschöpfung im Mittelpunkt steht, bedeutet Unternehmensführung aber nicht nur die Koordination von Personen, sondern auch die Koordination der im Leistungserstellungsprozess eingesetzten Sachmittel und immateriellen Güter (Informationen, Rechte, Werte, Pflichten usw.).<sup>104</sup>

---

<sup>100</sup> Vgl. Monks (2002), S. 118.

<sup>101</sup> Hier sei auf den Deutschen Corporate Governance Kodex verwiesen.

<sup>102</sup> Vgl. z.B. Baliga et al. (1996), und Rechner/Dalton (1991).

<sup>103</sup> Vgl. Macharzina (1995), S. 34.

<sup>104</sup> Vgl. Macharzina (1995), S. 34.

Führung wird meist als soziales und daher nur indirekt messbares Phänomen verstanden. Erfolgsträchtiges Führungsverhalten und –handeln kann, angesichts situationsspezifischer Anforderungen sehr unterschiedlich definiert werden. Deshalb sind in der Wissenschaft bisher stark divergierende Führungsansätze, -modelle und Empfehlungen entwickelt worden. Diese beruhen auf einem Sammelsurium von Leihgaben verwandter Disziplinen, die kaum ein kohärentes Aussagesystem zulassen.<sup>105</sup> Der Begriff Unternehmensführung wird oft mit Management, Unternehmenspolitik oder Administration gleich gesetzt.

Versteht man Unternehmensführung folglich als die zielorientierte Beeinflussung der Planungs-, Entscheidungs-, Kontroll- und Steuerungsprozesse im Unternehmen durch das Management mit dem Ziel einen größtmöglichen Überschuss aus den eingesetzten Ressourcen zu erwirtschaften, so gibt Corporate Governance die Rahmenbedingungen zur Leitung und Kontrolle des Managements vor.<sup>106</sup> Ziel der Corporate Governance ist es, die Unternehmensführung sicherzustellen und die Verfügungsrechte unter dem Aspekt der konsolidierten Fairness auf die verschiedenen Interessensgruppen zu verteilen.

Ein erfolgreiches Unternehmensmanagement sollte bestimmte Fähigkeiten besitzen.<sup>107</sup> Die persönlichen Fähigkeiten und fachlichen Qualifikationen des Managements, die hierfür notwendig sind, werden unter dem Begriff Managementkompetenz zusammengefasst. Dabei sind fachliche Qualifikationen und persönliche Fähigkeiten gleichermaßen für eine erfolgreiche Ausübung der Managementaufgaben von Bedeutung. Managementkompetenz kann durch persönliche Erfahrungen und erlerntes Wissen aufgebaut werden. Dennoch ist es umstritten, inwieweit persönliche Fähigkeiten wie Führungs- oder Kontaktfähigkeit zu erlernen sind. Man geht davon aus, dass manche Fähigkeiten vererbt werden.<sup>108</sup> In der Wissenschaft gibt es mehrere Ansätze für eine allgemeine Differenzierung und Identifikation von Managementkompetenzen. Im Weiteren soll kurz der Ansatz von Thommen vorgestellt werden: Thommen fordert von Managern vier verschiedene Kompetenzen:<sup>109</sup>

---

<sup>105</sup> Vgl. Wild (1974), S. 146.

<sup>106</sup> Vgl. Witt (2003), S. 2; Wunderer/Grunwald (1980), S. 52; Diederichs (1999), S. 197 und Bassen (2002), S. 21.

<sup>107</sup> Vgl. Steinmann/Schreyögg (2000), S.20.

<sup>108</sup> Vgl. Johnson et al. (1998), S.216 f.

<sup>109</sup> Vgl. Thommen (1995), S.5 f.



- Fachkompetenz
- Methodenkompetenz
- Systemkompetenz
- Sozialkompetenz

Fachkompetenz wird zur Bewältigung konkreter Sachaufgaben bezüglich der finanz- und güterwirtschaftlichen Prozesse benötigt. Das hierfür benötigte Fachwissen ist meist in den verschiedenen Managementfunktionen wie Planung, Finanzen, Personal und Marketing angesiedelt. Methodenkompetenz stellt die Kenntnis betriebswirtschaftlicher Methoden und Instrumente dar (z.B. Instrumente der Problemlösungs- und Entscheidungsmethodik). Systemkompetenz beinhaltet die Fähigkeit, das Unternehmen als Ganzes zu sehen. Die verschiedenen Funktionen des Unternehmens und ihre Interdependenzen, die Beziehung des Unternehmens mit seiner Umwelt sowie die Einflüsse der Umwelt auf das Unternehmen müssen erkannt werden. Unter Sozialkompetenz versteht Thommen einerseits die Fähigkeit, in der Gemeinschaft zu arbeiten und andererseits, die Entfaltung der Persönlichkeit als Bedingung für selbständiges Handeln.

Nach Steinmann/Schreyögg müssen alle Kompetenzen bei der Ausführung der Managementaufgaben zusammenwirken, um die Managementfunktionen zu erfüllen. Eine spezifische Forschung im Bereich der Immobilienökonomie zum Thema Managementkompetenzen liegt bisher nicht vor. Eine allgemeingültige Aussage über Anforderungen an die Managementkompetenz in der Immobilienwirtschaft ist darüber hinaus schwierig, da die Fähigkeiten, die eine Führungskraft besitzen muss, abhängig vom Unternehmen, dessen Geschäftsbereich, von den Mitarbeitern und der Führungssituation sowie den Führungsaufgaben sind. So werden zum Beispiel die Anforderungen an die Managementkompetenz in der Projektentwicklung von denen in der Immobilienbewirtschaftung abweichen.

## 2.2 Charakterisierung von Immobilienkapitalgesellschaften

Die Professionalisierung der deutschen Immobilienbranche hat zu einer zunehmenden Arbeitsteilung geführt. Die meisten Immobilienmarktakteure haben Kernkompetenzen entwickelt „und bieten spezifische Leistungen an, die nicht notwendigerweise über den

gesamten Lebenszyklus der Immobilie reichen“<sup>110</sup>. Unter Immobilienkapitalgesellschaften sollen im Folgenden alle deutschen Gesellschaften in der Rechtsform<sup>111</sup> der GmbH und Aktiengesellschaft verstanden werden, „deren wesentlicher Geschäftsgegenstand die Vermittlung, die Projektentwicklung, die Verwaltung, die Finanzierung, der Erwerb und Verkauf von Immobilien oder die Erbringung von immobilienbezogenen Dienstleistungen umfasst.“<sup>112</sup> Da durch die Komplexität der Immobilienwirtschaft und der daraus resultierenden Heterogenität der Marktteilnehmer eine allgemeingültige Definition nicht erfolgen kann<sup>113</sup>, sind bei der empirischen Untersuchung verschiedene Unternehmenszweckarten (Cluster) gebildet worden, die nachfolgend zusammen mit ihrem Einfluss auf die deutsche Immobilienwirtschaft beleuchtet werden.<sup>114</sup> Die von HENS eingeführten Begriffe „Property Company“ (Immobilienunternehmen) und „Non-Property Company“ (Nicht-Immobilienunternehmen) werden dabei ebenso beschrieben wie die Begriffe Kapitalanlagegesellschaft (KAG), Finanzdienstleister, Finanzholding, Facility- und Gebäudemanagement, Developer sowie Bau- und Wohnungsbauunternehmen.

### 2.2.1 Property Companies

Die Kernkompetenz von Property Companies liegt in der „Erbringung extern gerichteter immobilienwirtschaftlicher Leistungen.“<sup>115</sup> Da diese sehr breite Definition viele unterschiedliche Unternehmen (z.B. Kreditinstitute, offene Immobilienfonds, Reinigungsunternehmen etc.) einschließt und somit eine sehr heterogene Gruppe darstellt, soll der Begriff Property Company enger gefasst werden und nur diejenigen Unternehmen umfassen, „die Dritten auf dem Markt Immobilien zur Nutzung bereitstellen und somit Immobilien als Produkt betrachten.“<sup>116</sup> Der verbleibenden, enger definierten Gruppe, gehören qua definitione auch institutionelle Immobilieninvestoren wie z.B. Pensionskassen, Immobilienaktiengesellschaften, Versicherungen, Immobilienhändler, Projektentwickler und Immobilienfonds an. Deshalb werden im Rahmen der

---

<sup>110</sup> Schulte et al. (1998), S. 38.

<sup>111</sup> Unternehmen in der Rechtsform der KGaA werden vom Autor hier nicht betrachtet.

<sup>112</sup> Bone-Winkel (1994), S. 25 f.

<sup>113</sup> Vgl. Bone-Winkel (1994), S. 25 f.

<sup>114</sup> Die im Folgenden verwendeten Kategoriebegriffe werden bei der Vorstellung der empirischen Ergebnisse in Kapitel 5 wieder aufgegriffen.

<sup>115</sup> Hens (1999), S. 78, vgl. ebenso Bone-Winkel (1994), S. 25 f.; Schäfers (1997), S. 16 f. und Schulte et al. (1998), S. 45.

<sup>116</sup> Hens (1999), S. 79.

nachfolgenden, empirischen Untersuchung weitere Untergruppierungen der Kategorie Property Company gebildet, um ein ausreichend differenziertes Bild zu erhalten.

### 2.2.2 Non-Property Companies

Im Gegensatz zu Property Companies können Non-Property Companies als Unternehmen abgegrenzt werden, „die Dritten kein immobilienwirtschaftliches Leistungsprogramm anbieten, aber Immobilien zur Befriedigung ihres Bedarfs als Produktionsfaktor einsetzen und so immobilienwirtschaftliche Leistungen als intern gerichtete Sekundärleistungen erbringen.“<sup>117</sup> HENS unterscheidet Non-Property Companies, die er als Obergruppe Non-Property Companies im weiteren Sinne nennt, in zwei Unternehmensarten: Unternehmen, bei denen die Immobilie als Produktionsfaktor oder als Objekt im betrieblichen Leistungserstellungsprozess fungiert (z.B. Architekten, Projektsteuerer, Berater oder Reinigungsunternehmen), und Non-Property Companies im engeren Sinne, bei denen die Nutzung des Produktionsfaktors Immobilie im Vordergrund steht.<sup>118</sup>

Non-Property Companies im engeren Sinne lassen sich wiederum in zwei Untergruppen unterteilen. Zum einen in Unternehmen, bei denen „Immobilien Gegenstand von nach innen gerichteten Erfolgspotenzialen sind, deren Nutzenstiftung für den Kunden nicht erfahrbar ist“<sup>119</sup> (z.B. Automobilhersteller, Energieversorger, Dienstleistungsunternehmen oder verarbeitende Industrie)<sup>120</sup>, zum anderen in Unternehmen, bei denen „Immobilien direkt zum Aufbau extern marktgerichteter Erfolgspotenziale genutzt“<sup>121</sup> werden (z.B. Seniorenresidenzen, Altenheime, Hotel- oder Handelsimmobilien).

Wesentlich ist bei dieser Abgrenzung, welche strategische Rolle der Produktionsfaktor Immobilie im Leistungserstellungsprozess des betreffenden Unternehmens spielt. Da diese Einschätzung für einen externen Beobachter nur bedingt möglich ist und sich strategische Geschäftsfelder von Unternehmen im Zeitablauf auch ändern können, ist

---

<sup>117</sup> Hens (1999), S. 78, vgl. ebenso Schäfers (1997), S. 16 f., Schulte et al (1998), S. 44 f.

<sup>118</sup> Vgl. Hens (1999), S. 80 f.

<sup>119</sup> Hens (1999), S. 81.

<sup>120</sup> Die Immobilie wird von diesen Unternehmen nicht als Produktionsfaktor angesehen und vom Endkunden (z.B. Automobilkäufer) nicht wahrgenommen. Sobald die Bereitstellung von Immobilien für den Leistungserstellungsprozess eine strategische Dimension erhält und das betreffende Unternehmen Immobilien als langfristiges strategisches Geschäftsfeld ansieht, gehört die Immobilienbereitstellung zum originären Unternehmenszweck. Das betreffende Unternehmen ist zu einer Property Company geworden, vgl. Hens (1999), S. 81.

<sup>121</sup> Hens (1999), S. 81.

eine trennscharfe Zuordnung von Unternehmen zu den genannten Gruppen nur bedingt möglich.<sup>122</sup>

### 2.2.3 Kapitalanlagegesellschaften

Kapitalanlagegesellschaften erlebten in den letzten beiden Jahrzehnten ein einzigartiges Wachstum.<sup>123</sup> Neben Offenen Immobilienfonds legten die Kapitalanlagegesellschaften auch vermehrt Spezialfonds auf. Während bei den Offenen Fonds ein breiter Anlegerkreis vorhanden ist, verfügen Spezialfonds nur über einen begrenzten Anlegerkreis von bis zu zehn Anlegern und werden insbesondere von Institutionellen Investoren nachgefragt.<sup>124</sup> Durch die Bündelung der finanziellen Mittel mehrerer Anleger und ein professionelles Immobilien-Fremdmanagement unter dem rechtlichen Dach des Investmentmodernisierungsgesetzes (InvG)<sup>125</sup> wurde mit dem Offenen Immobilienfonds ein Anlageprodukt geschaffen, das durch seine transparente Konstruktion in Deutschland zu einem der stärksten Nachfrager von Immobilienanlagen geworden ist. Ende 2006 betreuten 23 KAGen in 38 Offenen Immobilienfonds ein Fondsvermögen von rund 75 Mrd. Euro.<sup>126</sup> Die Offenen Immobilienfonds minimieren das Anlagerisiko durch eine breite Streuung der Liegenschaften auf eine Vielzahl nationaler und, seit dem In-Kraft-Treten des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes (FMG)<sup>127</sup> in 2002, auch in verstärktem Maße internationaler Immobilienmärkte. Die Fondsgesellschaft erwirbt qualitativ hochwertige Immobilien unterschiedlicher Größen, Nutzungsarten und Mietvertragslaufzeiten, die überwiegend in Großstädten liegen.<sup>128</sup> Nach Jahren hoher Mittelzuflüsse, in den Jahren 2002 und 2003 zusammen allein 28,6 Mrd. Euro<sup>129</sup>, in denen die Immobilienfonds zeitweise fast die Hälfte ihres Vermögens

---

<sup>122</sup> Vgl. Hens (1999), S. 81.

<sup>123</sup> Vgl. Kutscher (1997), S. 207.

<sup>124</sup> Vgl. Bone-Winkel/Schulte/Sotelo (2005), S. 695 f.

<sup>125</sup> Anfang 2004 wurde das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) mit dem Auslandsinvestment-Gesetz unter dem Dach des InvG zusammengefasst. Die gesetzlichen Regelungen des InvG werden unter Punkt 4.1.4 genauer dargestellt.

<sup>126</sup> Vgl. BVI (2006), S. 1.

<sup>127</sup> Das Mitte 2002 in Kraft getretene 4. FMG zielte auf die Verbesserung der rechtlichen Rahmenbedingungen und der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland sowie auf die Stärkung des Anlegerschutzes. Offenen Immobilienfonds ist es seitdem gestattet, unter Berücksichtigung einer 30 % Währungsrisikoobergrenze, Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte außerhalb der EU unbeschränkt zu erwerben. Neben der Erhöhung des Anteils an Auslandsimmobilien haben die Offenen Immobilienfonds nun auch das Recht, Grundstücks-Sondervermögen aufzulegen, die vollständig im außereuropäischen Ausland investiert sind. Ebenso dürfen Offene Immobilienfonds Minderheitsbeteiligungen an bzw. Joint-Ventures mit Grundstücksgesellschaften eingehen. Siehe 4. FMG zitiert aus Jahrbuch BVI 2004a.

<sup>128</sup> Vgl. BVI (2004c), S. 1 und BVI (2004a), S. 57.

<sup>129</sup> Vgl. Reichel (2004a), S. 40 und BVI (2004a), S. 56.

in niedrig verzinsten Termineinlagen und kurzfristigen Rentenpapieren anlegen mussten, weil sie nicht schnell genug in Immobilien investieren konnten, scheint nun für die meisten deutschen Offenen Immobilienfonds eine neue Phase angebrochen zu sein.<sup>130</sup> Die schwache konjunkturelle Entwicklung in Deutschland und die dadurch verursachten steigenden Leerstandsrate insbesondere im gewerblichen Bereich (Büro/Praxis)<sup>131</sup>, haben besonders bei Fonds mit einem hohen Anteil an deutschen Immobilien zu Abschreibungen<sup>132</sup> und einer sinkenden Marktperformance<sup>133</sup> geführt. Um nicht zu sehr vom schwachen deutschen Immobilienmarkt anhängig zu sein, erhöhen die Fondsgesellschaften seither die Zahl ihrer Auslandsinvestitionen.<sup>134</sup>

#### 2.2.4 Wohnungsunternehmen

Das Segment Wohnungsunternehmen umfasst sowohl bestandshaltende Gesellschaften in privater Trägerschaft wie auch noch im Besitz der öffentlichen Hand befindliche Wohnungsbaugesellschaften.<sup>135</sup> Die öffentlichen Wohnungsunternehmen wurden vor dem Hintergrund der nach dem Zweiten Weltkrieg herrschenden Wohnungsknappheit geschaffen und sollten rasch preiswerten Wohnraum zur Verfügung stellen. Durch die angespannte Lage der öffentlichen Haushalte und den hohen Leerstand insbesondere bei ostdeutschen Wohnungsgesellschaften stellt sich heute jedoch vielfach die Frage nach dem Sinn eines solchen starken staatlichen Engagements. Die öffentliche Hand ist somit zunehmend bereit, Wohnungsunternehmen zu privatisieren, wie der Verkauf der bundeseigenen Wohnungsgesellschaft GAGFAH an einen opportunistischen Investor im Jahr 2004 auf beeindruckende Weise verdeutlicht.<sup>136</sup>

---

<sup>130</sup> Vgl. Reichel (2004b), S. 34 und vgl. Reichel (2004a), S. 40.

<sup>131</sup> Mit 67,1 Prozent stellte der Bereich Büro/Praxis den größten Anteil der Nutzungsarten der 38 Offenen Fonds, deren Geschäftsjahr 2005 endete, dar. Gefolgt von Handel mit 15,0 %, Lager/Service 9,1 %, Sonstiges 5,1 %, und Hotel/Gastronomie 3,7 %, vgl. BVI (2005).

<sup>132</sup> Im Jahre 2003 schrieben institutionelle Investoren laut DID (Deutsche Immobilien Datenbank) ihre deutschen Immobilien um 2,4 Prozent ab, vgl. Reichel (2004), S. 34.

<sup>133</sup> Die Marktperformance setzt sich aus Mietrendite und Bewertung zusammen. Sinkt die Miete müssen die Immobiliensachverständigen der offenen Immobilienfonds in ihren Jahresgutachten Bewertungsabschlüsse vornehmen.

<sup>134</sup> Nach Investitionen in west- und nordeuropäischen EU-Mitgliedsstaaten geriet durch die EU-Osterweiterung auch Osteuropa neben Nordamerika und Asien in den Fokus der Offenen Immobilienfonds.

<sup>135</sup> Vgl. Schulte/Holzmann (2005), S. 183.

<sup>136</sup> Reichel (2005b), S. 36.; Die Beratungsfirma GEWOS schätzt, dass in 2005 in Deutschland bis zu 4,1 Mio. Wohnungen zum Verkauf stehen könnten, wovon 2,6 Mio. Wohnungen im Besitz der Kommunen seien.

Private Wohnungsunternehmen sind hauptsächlich das Resultat von bereits erfolgten Privatisierungen staatlicher Wohnungsgesellschaften, aber auch der Ausgliederung von Wohnungsbeständen (Werkswohnungen) von Industrieunternehmen.<sup>137</sup>

### 2.2.5 Finanzdienstleister

Unter dem Begriff Finanzdienstleister werden in dieser Arbeit alle mit der Immobilienfinanzierung in Verbindung stehenden Unternehmen zusammengefasst. Durch die überwiegend fremdkapitaldominierten Immobilieninvestitionen in Deutschland, kommt dieser Gruppe eine hohe ökonomische Bedeutung zu.

Je nach Darlehenslaufzeit und Beleihungsrisiko lassen sich zwei Gruppen unterscheiden:<sup>138</sup>

- Unternehmen, die die Herstellungsphase einer Immobilie mit einer Zwischenfinanzierung begleiten und
- Unternehmen, die eine langfristige Finanzierung von Immobilieninvestitionen sicherstellen.

Dieses Segment umfasst daher sowohl die finanzierenden Hypothekenbanken, die Bausparkassen, Sparkassen und Landesbanken wie auch die Leasinggesellschaften. Bedingt durch den in der Vergangenheit geführten Volumenwettbewerb mit niedrigen Margen und geringer Rentabilität wurden große Kreditrisiken angehäuft, die nun als Non-Performing Loans mit zum Teil erheblichen Abschlägen auf den bilanziellen Buchwert an Finanzinvestoren verkauft werden.

### 2.2.6 Finanzholdings

Der Begriff Finanzholding umschreibt in dieser Arbeit die Gruppe der Unternehmen, bei der die Unternehmenszentrale nur sehr begrenzt Einfluss auf die Unternehmensbereiche nimmt. Die operative Führung wird durch die Unternehmensbereiche selbst vollständig übernommen. Die Unternehmenszentrale beeinflusst die Unternehmensbereiche „nur mittelbar – nicht aber inhaltlich- durch die Vorgabe von finanziellen Zielgrößen (zum Beispiel Wert, Rendite, Gewinn, Cash-flow) sowie durch

---

<sup>137</sup> So wurde z.B. der Wohnungsbestand der E.on AG (ehemals Veba AG) in die Viterra AG eingebracht und später veräußert. Auch ThyssenKrupp verkaufte Anfang 2005 seine 48.000 Wohnungen an ein Finanzkonsortium.

<sup>138</sup> Vgl. Schulte/Holzmann (2005), S. 189.

die Besetzung der obersten Führungspositionen der Unternehmensbereiche“.<sup>139</sup> Die Finanzholding tritt aufgrund von Beteiligungspaketen an anderen Immobilienunternehmen auch als immobilienwirtschaftlicher Marktteilnehmer in Erscheinung. Sie übt jedoch keine Führungsfunktion, sondern eine reine „Finanzierungsfunktion“ aus.<sup>140</sup> Sie agieren als Finanzinvestor, dessen Fokus auf dem Investment und nicht so sehr auf der Eigentümerseite liegt. Beispielhaft sei hier die WCM Beteiligungs- und Grundbesitz AG genannt.<sup>141</sup> Da diese Unternehmen nur bedingt durch die Gruppe der Non-Property Companies abgedeckt werden, wurden sie in einer eigenen Gruppe zusammengefasst.

### 2.2.7 Facilities Management Unternehmen

Das Facilities Management (FM) kann in die drei Ausprägungsformen technisch (z.B. Wartung und Instandhaltung), infrastrukturell (z.B. Reinigung und Sicherheit) sowie kaufmännisch (z.B. Objektbuchhaltung) untergliedert werden.<sup>142 143</sup> Der deutsche Markt für FM-Dienstleistungen hat ein geschätztes jährliches Volumen von rund 50 Mrd. Euro, wobei der Anteil externer, also von Unternehmen fremdvergebener FM-Leistungen mit rund 30 Mrd. Euro den größten Teil ausmacht.<sup>144</sup>

Wie in anderen Branchen auch, ist hier ein Trend hin zur Standardisierung, Rationalisierung und dem Anbieten von Komplettlösungen für den Kunden im Sinne eines ganzheitlich, integrierten FM zu beobachten. Als Ergebnis dieser Entwicklung ist eine zunehmende Konzentration auf Seiten der Anbieter wahrnehmbar, die sich in den kommenden Jahren weiter fortsetzen wird.

### 2.2.8 Developer / Projektentwicklungsunternehmen

Die Gruppe der Developer / Projektentwicklungsunternehmen gliedert sich in verschiedenen Developer-Typen auf<sup>145</sup>:

---

<sup>139</sup> Hungenberg (2000), S. 397.

<sup>140</sup> Vgl. Thommen/Achleitner (2003), S. 734.

<sup>141</sup> Die WCM Beteiligungs- und Grundbesitz AG gehörte Anfang 2000 mit einem Börsenwert von mehr als sechs Mrd. Euro zu den größten Immobilien- und Beteiligungsgesellschaften in Deutschland.

Durch den spekulativen Ankauf eines Aktienpaketes der Commerzbank, dessen Wert anschließend verfiel, geriet die WCM finanziell ins Schlingern, vgl. Lipinski (2006), S. 14.

<sup>142</sup> Vgl. Schulte/Schäfers (2005), S. 61 f.

<sup>143</sup> Siehe auch Schulte/Pierschke (2000).

<sup>144</sup> Vgl. Studie der InterConnection Consulting Group (IC) in Schulte/Holzmann (2005), S. 199.

<sup>145</sup> Vgl. Schulte/Holzmann (2005), S. 169 f.

- Der Trader-Developer führt Projektentwicklungen durch, um sie nach Abschluß zu verkaufen,
- der Service-Developer führt Projektentwicklungen als Dienstleister für Dritte durch und
- der Investor-Developer führt Projektentwicklungen für den eigenen Bestand durch.

Als allgemein anerkannte Definition des Begriffs Projektentwicklung i.e.S. gilt die Definition von DIEDERICHS: „Bei der Projektentwicklung sind die Faktoren Standort, Projektidee und Kapital so miteinander zu kombinieren, dass einzelwirtschaftlich wettbewerbsfähige, arbeitsplatzschaffende und –sichernde sowie gesamtwirtschaftlich sozial- und umweltverträgliche Immobilienprojekte geschaffen und dauerhaft rentabel genutzt werden können.“<sup>146</sup>

Tochterunternehmen von international tätigen Bauunternehmen; die ebenfalls Projektentwicklung betreiben, können nicht immer eindeutig einer der drei Ausprägungen zugeordnet werden. Der eher mittelständisch geprägte Markt für Projektentwicklungen in Deutschland ist extrem intransparent, da kaum Erhebungen über Struktur und Organisation der einzelnen Marktteilnehmer vorliegen.<sup>147 148</sup>

Die knappe Eigenkapitalausstattung der meisten Marktteilnehmer sowie die mangelnde Dokumentation, das oft nur schwache Risikomanagement und die fehlende Bereitschaft zur Offenlegung, verschärfen im Rahmen von Basel II den Wettbewerbsdruck. Projektentwicklungsrisiken, die aufgrund mangelnder Transparenz und einer fehlenden Historie vergangener Projekte nur schwer durch die finanzierende Bank bewertet werden können, führen zu einem Risikoaufschlag und somit einem starken Anstieg der Finanzierungskosten des Projektentwicklers.<sup>149</sup>

### 2.3 Zusammenfassung

In dem hier betrachteten Zusammenhang wirkt Corporate Governance ein auf sämtliche rechtlichen und faktischen Normen, unternehmensindividuellen Leitlinien und

---

<sup>146</sup> Diederichs (1994), S. 43.

<sup>147</sup> Vgl. Schulte/Holzmann (2005), S. 171.

<sup>148</sup> Die Bulwien AG und die Bernd Heuer Dialog GmbH führten 2001 eine erste repräsentative Befragung unter deutschen Projektentwicklern durch, siehe Schulten/Rometsch (2002).

<sup>149</sup> Schulte/Holzmann (2005), S. 171, siehe auch Pitschke (2004).



Vereinbarungen, zwischen der „erfolgsorientiert handelnden Unternehmensleitung“<sup>150</sup> und einer effizienten Unternehmenskontrolle durch die Shareholder/ Anteilseigner. Im Kern lassen sich Corporate Governance Probleme auf die zwangsläufige Unvollständigkeit geschlossener Verträge sowie das meist vorliegende unterschiedliche Informationsniveau der handelnden Parteien zurückführen. Die Darstellung der Wertsteigerungsmodelle Shareholder-Value und Stakeholder-Value zeigt, dass sich beide Sichtweisen hinsichtlich ihrer zentralen Annahmen diametral gegenüber stehen. Der Shareholder-Value ist jedoch nicht so zu verstehen, dass alleine dem Kapitalgeber eine dominante Rolle zusteht. Alle die bereit und in der Lage sind, Risiko zu übernehmen, werden an der im Leistungs- und Erstellungsprozess geschaffenen Wertschöpfung beteiligt.<sup>151</sup> Als Erfolgsmaßstab verhindert der Shareholder-Value damit, dass Stakeholder über ihren geleisteten Wertschöpfungsbeitrag hinaus entlohnt werden. Durch seine unklaren und teilweise unbestimmten Zielgrößen löst der Stakeholder-Value Kosten wie z.B. Verhandlungskosten zwischen den Koalitionären, Überwachungskosten etc. aus. Dem Management kommt dabei eine entscheidende Rolle zu, da es über die Wertschöpfungsverteilung an die Stakeholder bestimmt und dabei die Gefahr besteht, dass das Management die Unternehmenspolitik konsequent nach den eigenen Interessen ausrichtet.

Corporate Governance Regelungen müssen also so wirken, dass Verfügungsrechte und Anreizsysteme den betroffenen Parteien rechtlich und faktisch weniger Spielräume und Motivation für opportunistisches Verhalten geben. Gelingt es einem Unternehmen dadurch die Effizienz der Unternehmensführung zu steigern, so ist auch der Kapitalmarkt bereit, dies entsprechend zu honorieren.

Neben der prinzipiellen Darstellung der hier betrachteten Formen von Immobilienkapitalgesellschaften wurden in Abschnitt 2.2 insbesondere die in Kapitel fünf untersuchten Unternehmenscluster definiert.

---

<sup>150</sup> v. Rosen (2002), S. 592.

<sup>151</sup> Wertschöpfung soll hier als „geschaffener Geldwert, der der Unternehmung verbleibt“ definiert werden, Ulrich/Fluri (1995), S. 60.

### 3 Neue Institutionenökonomik und Corporate Governance

Intransparenz und Unvollkommenheit des Immobilienmarktes bedingen, dass Marktteilnehmer im Rahmen ihrer Tätigkeit in erheblichem Masse das Know-how anderer Marktakteure nutzen<sup>152</sup> und Dienstleistungen verschiedener Anbieter in Anspruch nehmen müssen, um die ungleiche Verteilung von Informationen auszugleichen. Da die Neue Institutionenökonomik (NIÖ) neben der Transaktionskosten- und der Property-Rights-Theorie insbesondere mit der Agency-Theorie diese Phänomene behandelt, hat sie Bedeutung für die behandelte Thematik. Sie soll deshalb in den folgenden Abschnitten näher dargestellt werden.

#### 3.1 Grundlagen und Entwicklungen der Neuen Institutionenökonomik

Die NIÖ beschäftigt sich mit der Beobachtung und Analyse (ökonomischer) Institutionen. Institutionen werden dabei verstanden als „[...] Erscheinungsformen eines geregelten Miteinanderumgehens, einer geordneten Koordination von Menschen [...]“<sup>153</sup>. Sie „sollen individuelles Verhalten steuern“<sup>154</sup>. Dabei sind sie langfristig und auf eine bestimmte Gruppe von Handelnden ausgerichtet und bringen Ordnung in wirtschaftliche Abläufe, was zu einer Verminderung der Unsicherheit<sup>155</sup> führt.

In der Neoklassischen Ökonomie, die der NIÖ zeitlich vorausgeht, gibt es keine logische Erklärung für die Existenz von Institutionen. Dies rührt von der vollständigen Abstraktion<sup>156</sup> her, die dort für die Erklärung ökonomischer Zusammenhänge Anwendung findet: So beschreiben die neoklassischen Annahmen des Gleichgewichtsmodells eine Welt, in der kein Agent Einfluss auf den Preis eines Gutes ausüben kann, da sich dieser allein durch Angebot und Nachfrage auf dem Markt bildet. Ressourcen gelangen stets in ihre effizienteste Verwendung, da der Preis als Knappheitsindikator das Verhalten von Anbieter und Nachfrager bestimmt.<sup>157</sup> Güter sind homogen, d.h. sie weisen keinerlei Qualitätsunterschiede auf. Lediglich der Preis entscheidet darüber, ob ein Gut nachgefragt wird oder nicht. Dies und die Annahme

---

<sup>152</sup> Vgl. Kloess (1999), S. 43.

<sup>153</sup> Göbel (2002), S. 1.

<sup>154</sup> Richter, Furubotn (1999), S.7.

<sup>155</sup> Vgl. North (1990), S. 239.

<sup>156</sup> Vgl. Coase (1998), S. 72.

<sup>157</sup> Vgl. Erlei, Leschke, Sauerland (1999), S. 45.

vollständiger Transparenz und vollkommener Information führen dazu, dass die Nachfrage sich ohne Zeitverzögerungen an die neuen Preise anpasst. Unter diesen Annahmen existieren Institutionen nicht, da sie für die Effizienzsteigerung wirtschaftlicher Vorgänge nicht notwendig sind.<sup>158</sup>

Tatsächlich jedoch kann das neoklassische Modell nicht erklären, weshalb in der Praxis trotzdem Institutionen in Form von Unternehmen entstehen, aus welchen Gründen der Markt in der Realität nicht immer geräumt ist und weshalb es deutliche Qualitätsunterschiede zwischen Gütern gibt. Diese Erscheinungen begründen die Notwendigkeit von Institutionen.

Der Aufsatz „The Nature of the Firm“ von Ronald Coase aus dem Jahre 1937 wird allgemein als die Geburtsstunde der NIÖ angesehen.<sup>159</sup> Zwar gab es zuvor schon ökonomische Schulen, die sich mit dem Phänomen der Institution auseinandergesetzt hatten. Die Neoklassik mit ihrer mathematischen Erklärung wirtschaftlicher Zusammenhänge hatte jedoch die Existenz von Institutionen außer Acht gelassen. Die NIÖ kritisiert zwar die stark vereinfachten logischen Annahmen des neoklassischen Gleichgewichtsmodells, übernimmt aber in ihrer Analyse der Institutionen insbesondere das Phänomen des vollständig rational handelnden „Homo Oeconomicus“ und sogar die mathematischen Ansätze zur Erklärung ökonomischer Zusammenhänge, die ursprünglich der Neoklassik entstammen. Daher wird sie gegenüber der klassischen ökonomischen Theorie, die auch die Existenz von Institutionen berücksichtigt und „alte Institutionenökonomie“ genannt werden kann, als neu bezeichnet.<sup>160</sup> Coase griff in seiner Arbeit die Frage auf, wie die Entstehung von Unternehmen zu begründen sei, wenn doch die dezentrale Koordination von Ressourcen und Bedürfnissen auf dem Markt diesen räume. Dabei sei ein Unternehmen gerade zentral koordiniert und widerspreche somit der Theorie, dass wirtschaftliche Tauschvorgänge allein über die individuellen Handlungen der Marktteilnehmer auf effiziente Art und Weise ablaufen. Seine Erklärung des Phänomens „Unternehmen“ begründete er damit, dass die Inanspruchnahme des Marktes mit Kosten verbunden sei, die umgangen werden könnten, wenn verschiedene Transaktionen innerhalb einer Institution gebündelt und die Kosten somit internalisiert würden. Auf dieser Idee fußt der Transaktionskostenansatz,

---

<sup>158</sup> Vgl. Göbel (2002), S. 29.

<sup>159</sup> Vgl. Palermo (2000), S. 573; Coase (1998), S. 72.

<sup>160</sup> Vgl. Williamson (1998), S. 75; Meuthen (1997), S. 4.

der eine der drei Säulen der NIÖ darstellt. Transaktionskosten umfassen Such- und Informationskosten, Verhandlungs- und Entscheidungskosten sowie Überwachungs- und Durchsetzungskosten. Ihre Existenz ist eine der wesentlichen Grundlagen der NIÖ<sup>161</sup>, und sie erscheinen auch in deren beiden anderen Ansätzen, dem Agency-Ansatz und dem Verfügungsrechtsansatz.<sup>162</sup> Hervorzuheben ist, dass „[...] jeder Teilansatz eine Facette eines gemeinsamen Problemkomplexes erhellt [...]“<sup>163</sup>, da erstens bei jedem wirtschaftlichen Tauschvorgang Verfügungsrechte entweder getauscht oder auf eine andere Weise berührt werden, dass zweitens Vertragsparteien involviert sind, die unterschiedliche Interessen vertreten, und dass dabei drittens Transaktionskosten entstehen.

### 3.2 Die verschiedenen Ansätze der Neuen Institutionenökonomik

Im Folgenden werden die drei theoretischen Ansätze der NIÖ kurz dargestellt. Vertiefend wird für den Verlauf dieser Arbeit jedoch lediglich auf den Agency-Ansatz eingegangen.

#### 3.2.1 Transaktionskostenansatz

Der Transaktionskostenansatz ergänzt die Theorie der Verfügungsrechte und beschäftigt sich im Allgemeinen mit der Problematik der optimalen Ausgestaltung wirtschaftlicher Austauschbeziehungen.<sup>164</sup> Ansatzpunkt ist hierbei die Transaktion als kleinste Untersuchungseinheit der NIÖ. Eine Transaktion findet nach Williamson statt, „wenn ein Gut oder eine Leistung über eine technisch trennbare Schnittstelle hinweg übertragen wird. Eine Tätigkeitsphase wird beendet; eine andere beginnt“.<sup>165</sup>

Ohne eine Zuordnung und Nutzungsregelung von Verfügungsrechten könnten keine ökonomischen Verträge zustande kommen. Der Fokus des Transaktionskostenansatzes liegt auf den Bedingungen des Vertragsabschlusses, da durch institutionelle Regelungen effizienzmindere Transaktionskosten entstehen, die wiederum minimiert werden sollen. Unsicherheit und eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen den Vertragsparteien führen zu heterogenen Erwartungen, die wiederum Transaktionskosten bei der Vertragsgestaltung bedingen. Diese können als Informationsbeschaffungskosten

---

<sup>161</sup> Vgl. Richter, Furubotn (1999), S. 45.

<sup>162</sup> Vgl. Picot/Dietl/Franck (1999), S. 54 f.

<sup>163</sup> Göbel (2002), S. 60.

<sup>164</sup> Vgl. Richter, Furubotn (1999), S. 45.

<sup>165</sup> Williamson (1990), S. 1.

im Vorfeld des Vertragsabschlusses oder als Kontrollkosten nach Abschluss des Vertrages entstehen.<sup>166</sup>

Transaktionskosten können sowohl in Form von Markttransaktionskosten (hauptsächlich Kosten der Informationsbeschaffung, Vertragsanbahnung und –gestaltung) als auch innerhalb der hierarchischen Koordinationsform Unternehmung (überwiegend Kontroll- und Durchsetzungskosten) anfallen.<sup>167</sup>

Die Höhe der Transaktionskosten eines wirtschaftlichen Tauschprozesses wirkt sich auf die Organisationsstruktur einer Institution aus<sup>168</sup> und determiniert die Charakteristika des Austauschprozesses. Dabei bestimmen diese Transaktionskosten die Gestaltung von Verträgen.

Die institutionelle Gestaltung ökonomischer Beziehungen muss individuelle Verfügungsrechte nicht nur regeln und schützen, sondern auch transaktionskostenminimale Bedingungen schaffen, um so eine optimale Allokationseffizienz zu ermöglichen. Diese Minimierung ist jedoch nur sinnvoll, wenn sie in Relation zu anderen Zielvorgaben angestrebt wird.<sup>169</sup> Eine institutionelle Struktur, so der Hauptsatz der NIÖ, tendiere zu einer Maximierung des „Nettoertrages“ der Transaktion.<sup>170</sup>

### 3.2.2 Agency-Theorie

Bei der Agency-Theorie stehen die Institution des Vertrages und seine Rolle in Auftrags- und Agenturbeziehungen im Mittelpunkt. Zentrales Problem der Agency-Theorie ist die Annahme, dass in jeder wirtschaftlichen Austauschbeziehung zwei Vertragsparteien existieren, die sich durch eigennützige, divergierende Zielvorstellungen, unterschiedliche und unvollständige Informationsniveaus und eine unvollkommene Moral auszeichnen.<sup>171</sup> Der Prinzipal (Auftraggeber oder sein Vertreter) fragt ein Gut oder eine Leistung nach, die der von ihm beauftragte Agent liefern soll. Damit der Agent in seinem Namen handeln kann, überlässt ihm der Prinzipal typischerweise die Verfügungsgewalt über gewisse Ressourcen sowie entsprechende Entscheidungsbefugnisse und entlohnt den Agenten für sein Tun. Die Delegation dieser

---

<sup>166</sup> Transaktionskosten können ebenso in Form von Kosten für Informationsgewinnung, -überprüfung oder –verarbeitung entstehen. Ebenso Verhandlungskosten sowie Durchsetzungs- und Kontrollkosten. Vgl. Richter (1995), S. 136 und Richter, Furubotn (1999), S. 45.

<sup>167</sup> Transaktionskosten können auch aus makroökonomischer Sicht beschrieben werden. Arrow spricht hier von den „Betriebskosten des Wirtschaftssystems“ (Arrow (1969), S. 48.).

<sup>168</sup> Vgl. Meuthen (1997), S. 21.

<sup>169</sup> Vgl. Richter (1998), S. 326.

<sup>170</sup> Vgl. Kreps (1990), S. 183.

<sup>171</sup> Vgl. Eisenhardt (1989), S. 58, Picot/Neuburger (1995), S. 14, Picot (1991), S. 150.

Verfügungsrechte vom Prinzipal auf den Agenten erfolgt, weil der Agent ein größeres Expertenwissen (Informationsvorsprung) zur Abwicklung der Aufgabe aufweist oder weil Zeit- und Kostengründe dies in den Augen des Prinzipals sinnvoll erscheinen lassen. Da der Prinzipal jedoch lediglich das Endergebnis der Leistung des Agenten beurteilen kann, dessen Handlungen im Einzelnen aber nur schwer überwachbar sind, besteht eine Informationsasymmetrie zwischen den Vertragspartnern. Es bleibt dem Auftraggeber verborgen, ob das beobachtbare Endergebnis unmittelbar auf die Leistung des Vertreters zurückzuführen ist oder auf exogene, außerhalb seiner Macht stehende Einflüsse.<sup>172</sup>

Neben der Informationsasymmetrie<sup>173</sup> ist die Interessendivergenz zwischen Prinzipal und Agent von entscheidender Bedeutung: Der Agent wird versuchen, die Informationsasymmetrie zu seinen Gunsten auszunutzen, indem er seinen persönlichen Nutzen maximiert und nicht den des Prinzipals, in dessen Auftrag er jedoch handeln soll. Dabei ist dies nicht in erster Linie moralisch verwerflich, sondern eher ein Indiz für einen unzureichenden Anreiz- und Kontrollmechanismus.<sup>174</sup> Die Agency-Theorie beschäftigt sich somit mit den negativen Auswirkungen des Informationsgefälles auf die erbrachte Leistung sowie der Minimierung der Zieldivergenz zwischen Prinzipal und Agent durch eben diese Anreiz- und Kontrollstrukturen.<sup>175</sup>

### 3.2.3 Verfügungsrechteansatz

Der Verfügungsrechtsansatz (Property Rights Ansatz) beruht auf dem Gedanken, dass jedes Unternehmen als ein Netzwerk von Verträgen interpretiert werden kann, das die Verwendung der Ressourcen und der Erträge regelt.<sup>176</sup> Verfügungsrechte sind „[...] institutionelle Vereinbarungen (Regeln), die ein ganz bestimmtes Handeln ermöglichen, einschränken oder ausschließen“.<sup>177</sup> Sie sind mit jeder Art von Gut verbunden und lassen sich in vier Unterformen gliedern:

- a) USUS - das Recht zur Nutzung des Gutes,

---

<sup>172</sup> Vgl. Schmidt/Thielen (1995), S. 483.

<sup>173</sup> Informationsasymmetrie liegt vor, wenn zu einem bestimmten Zeitpunkt der Prinzipal einen vom Agenten abweichenden Wissensstand über das Entscheidungsproblem hat. Diese Wissensstände können sich im Zeitablauf ändern. Es wird allerdings meist von einem Wissensvorsprung des Agenten ausgegangen. Vgl. Kiener (1990), S. 22.

<sup>174</sup> Vgl. Schredelseker (2002), S. 57.

<sup>175</sup> Vgl. Kleine (1995), S. 27.

<sup>176</sup> Vgl. Fama (1980), S. 290.

<sup>177</sup> Hutzschenreuter (1998), S. 25.

- b) AB USUS - das Recht zur Veränderung des Gutes,
- c) USUS FRUCTUS - das Recht zur Aneignung der resultierenden Erträge,
- d) Liquidationsrecht - das Recht der Übertragung dieser Rechte oder Veräußerung des Gutes an Dritte.<sup>178</sup>

Das Verhalten der ökonomischen Akteure wird durch die Verteilung der Verfügungsrechte beeinflusst, womit vorbestimmt ist, auf welche Art und Weise verschiedene Ressourcen genutzt werden. Wird beispielsweise durch den Staat die Struktur der Verfügungsrechte verändert, so bringt dies eine Veränderung der Nutzung bestimmter Ressourcen mit sich. Auf diese Weise kann das Verhalten der Akteure so konditioniert werden, dass sich die gesamtwirtschaftliche Allokation verändert.<sup>179</sup>

### 3.3 Nähere Betrachtung der Agency-Problematik

Die Agency-Problematik resultiert aus dem Dualismus von Arbeitsteilung und Kooperation, welche jede Unternehmung kennzeichnen.<sup>180</sup> Sie sind für ein effizientes Wirtschaften erforderlich. Einher damit geht die Delegation von Aufgaben, die auf einem Vertrauensverhältnis aufbauen muss, da vollständige Transparenz und vollkommene Information niemals gegeben sind. Dies führt zu verschiedenen Problemkonstellationen, die im Folgenden erläutert werden.

#### 3.3.1 Probleme der Prinzipal/Agenten-Beziehung

Da eine Delegation nur dann sinnvoll ist, wenn das Ergebnis dadurch maximiert wird, kann unterstellt werden, dass der Auftragnehmer über ein spezielleres und höheres Wissen als der Auftraggeber verfügt. Dies begründet die oben beschriebene Informationsasymmetrie. Das so entstehende Informationsgefälle beruht jedoch nicht allein auf mangelndem Fachwissen des Prinzipals, sondern auch darauf, dass er die Fähigkeiten, Absichten, Anstrengungen und Kenntnisse des Agenten schlecht beurteilen kann.<sup>181</sup> Daraus können sich vier verschiedene Probleme ergeben. Zunächst sei auf das Phänomen „hidden action“ hingewiesen, welches die Unüberprüfbarkeit des Handelns des Agenten durch den Prinzipal beschreibt. Darüber hinaus existiert das Problem der „hidden information“, bei dem der Agent bei der Durchführung der ihm delegierten

---

<sup>178</sup> Vgl. Alchian/Demsetz (1972), S. 783; Fritsch/Wein/Ewers (1993), S. 5.

<sup>179</sup> Vgl. Wolff (2000), S. 17.

<sup>180</sup> Vgl. Jost (2001), S. 11.

<sup>181</sup> Vgl. Göbel (2002), S. 100.

Aufgabe Informationen erhält, die er dem Prinzipal vorenthalten kann. In diesem Falle kann der Prinzipal die Leistung seines Vertreters zwar überprüfen, weiß sie aber nicht zu beurteilen, da sich ihm verschließt, ob das Ergebnis auf die Leistungen des Agenten zurückzuführen ist, oder ob überwiegend Umwelteinflüsse dafür verantwortlich sind.<sup>182</sup> An dritter Stelle seien die „hidden characteristics“ eines Agenten genannt, die ihrerseits auch auf die Informationsasymmetrie in der Prinzipal/Agenten-Beziehung einwirken können. Sie beschreiben bestimmte Eigenschaften des Agenten, die er dem Prinzipal nicht preisgibt, so dass dieser sich kein vollständiges Bild davon machen kann, ob der Agent ernsthaft in der Lage ist, den ihm erteilten Auftrag auszuführen. Die „hidden intentions“ eines Agenten seien an letzter Stelle erwähnt. Sie beschreiben die Tatsache, dass dem Prinzipal beim Vertragsschluss die wahren Absichten des Agenten verborgen bleiben können. So kann beispielsweise nicht ausgeschlossen werden, dass der Agent nach Vertragsabschluss einen „hold up“, einen sog. „Raubüberfall“, durchführt.<sup>183</sup> Auch der Prinzipal ist demnach gegenüber dem von ihm ausgewählten Agenten durchaus in einer abhängigen Position. Dies betrifft die spezifischen Eigenschaften des Agenten und seine Fähigkeit, die ihm übertragenen Aufgaben auch tatsächlich erfolgreich zu bewältigen. Bei absehbarem Misserfolg ist der Wechsel zu einem anderen Agenten schwierig, kostspielig und auf eine potentiell komplexe Weise geschäftsschädigend, weshalb dieser Schritt gewöhnlich nur zögernd getan wird.

### 3.3.2 Risiken der Agency-Beziehung

Die beiden großen Problemfelder der Agency-Theorie untergliedern sich in solche, die vor Vertragsabschluss und solche, die danach auftreten. Im ersten Fall wird von der Negativauslese, der „adverse selection“, gesprochen,<sup>184</sup> die dazu führt, dass ein falscher Agent für die Delegation der Aufgabe ausgewählt wird. Probleme, die nach Vertragsabschluss auftreten, bezeichnet man als moralisches Risiko („moral hazard“),<sup>185</sup> weil die Gefahr besteht, dass der Agent unmoralisch, d.h. entgegen der ursprünglichen Vertragsvereinbarung, handelt.

Der adverse selection kann auf zweierlei Art und Weise entgegengewirkt werden: Erstens durch „Screening“, d.h. eine systematische Informationsbeschaffung seitens des Prinzipals über die Charakteristika des Agenten, so zum Beispiel über die Presse oder

---

<sup>182</sup> Vgl. Kleine (1995), S. 34.

<sup>183</sup> Vgl. Rehtien (o.J.), S. 15.

<sup>184</sup> Vgl. Macho-Stadler/Pérez-Castrillo (1997), S. 9.

<sup>185</sup> Vgl. Macho-Stadler, Pérez-Castrillo (1997), S. 11.



ehemalige Vertragspartner des Agenten, und zweitens durch „Signalling“, d.h. die Übertragung bestimmter Informationen seitens des Agenten, die seine Charakteristika und Fähigkeiten bezeugen (beispielsweise Zeugnisse, Referenzen und Gutachten). Das Problem des moral hazard kann einerseits begrenzt werden durch „Monitoring“ des Agenten durch den Prinzipal, indem dieser „[...] den Agenten teilweise überwacht und basierend auf den Überwachungsinformationen mögliche Sanktionen gegenüber dem Agenten ergreift.“<sup>186</sup>

### 3.3.3 Anreizkompatibilität

Die optimale Gestaltung der Beziehung zwischen Prinzipal und Agent wird zum ausschlaggebenden Charakteristikum, weil von ihr die erfolgreiche Durchführung der delegierten Aufgabe abhängt. Dies setzt eine möglichst klare Spezifizierung der übertragenen Aufgaben voraus, eine Übereinkunft, wie die durch die Leistung geschaffenen Werte verteilt werden und vor allem wie eine möglichst enge Verknüpfung der Interessen des Agenten mit denen des Prinzipals hergestellt werden kann.<sup>187</sup> Ein Vertrag kann so gestaltet werden, dass die Zieldivergenz beider Parteien (teilweise) überwunden wird. Dazu „[...] muss [der Prinzipal] das im Vertrag spezifizierte Entlohnungssystem so gestalten, dass es am vorgegebenen Ziel zielorientiert die Entscheidungen des Agenten im Hinblick auf seine Aufgabendurchführung systematisch beeinflusst.“<sup>188</sup> Eine solche Homogenisierung der Interessen kann durch geeignete Anreize für den Agenten erreicht werden, was mit dem Begriff der Anreizkompatibilität des Vertrages beschrieben wird. Sie entsteht dann, wenn der Vertrag so gestaltet wird, dass der Agent die Konsequenzen seines Handelns selbst verspürt. Damit können die Folgen der in der Agency-Beziehung angelegten Trennung von Risiko und Gewinn gemildert werden.

## 3.4 Die Agency-Theorie im Kontext einer Kapitalgesellschaft<sup>189</sup>

Die Agency-Theorie kann auf die verschiedensten Bereiche angewandt werden (z.B. Versicherungsgesellschaft/Versicherter, Gebrauchtwagenverkäufer/-käufer, Arbeit-

---

<sup>186</sup> Hutzschenreuter (1998), S. 40.

<sup>187</sup> Vgl. Jost (2001), S. 12.

<sup>188</sup> Jost (2001), S. 17.

<sup>189</sup> Für die weitere Betrachtung von Kapitalgesellschaften soll exemplarisch die Aktiengesellschaft analysiert werden.

nehmer/-geber).<sup>190</sup> Sie hat in der Betriebswirtschaftslehre große Bedeutung, weil sich dort fast alle Beziehungen durch den Agency-Ansatz beschreiben lassen.<sup>191</sup> Eine der wichtigsten Erscheinungsformen des Agency-Aspekts im Corporate Governance-Kontext liegt in der Beziehung zwischen den Aktionären und dem Management<sup>192</sup> einer Aktiengesellschaft sowie dem Aufsichtsrat und dem Vorstand. Das Unternehmen kann dabei als ein „System von vernetzten Prinzipal/Agenten-Beziehungen aus rational handelnden Individuen mit persönlichen Zielsetzungen“<sup>193</sup> interpretiert werden. Das sich aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle einer Aktiengesellschaft ergebende Agency-Problem stellt ein zentrales Thema der Corporate Governance dar, denn diese Struktur muss die Kontrolle des Managements angesichts der Moral Hazard-Problematik der Trennung von Eigentum und Kontrolle gewährleisten.<sup>194</sup>

#### 3.4.1 Informationsasymmetrie durch Delegation

Das Problem der Trennung von Eigentum und Kontrolle bei Kapitalgesellschaften veranlasste schon Adam Smith dazu, in seinem Werk „An Inquiry into the Wealth of Nations“ zu betonen:

„The trade of a joint stock company is always managed by a court of directors. The court, indeed, is frequently subject, in many respects, to the controul [!] of a general court of proprietors. But the greater part of those proprietors seldom pretend to understand any thing of the business of the company; and when the spirit of faction happens not to prevail among them, give themselves no trouble about it, but receive contentedly such half yearly or yearly dividend, as the directors think proper to make to them. This total exemption from trouble and from risk, beyond a limited sum, encourages many people to become adventurers in joint stock companies, who would, upon no account, hazard their fortunes in any private copartnery [!]. Such companies, therefore, commonly draw to themselves much greater stocks than any private

---

<sup>190</sup> Vgl. Akerlof (1970), S. 488-500; Delingat (1996), S. 31.

<sup>191</sup> Vgl. Jost (2001), S. 32.

<sup>192</sup> Es sei darauf hingewiesen, dass es sich genau genommen um eine multiple Agency-Beziehung handelt. Hutzschenreuter erklärt dazu, dass auf der ersten Stufe das Topmanagement als Agent für die Eigentümer die strategische Führung des Unternehmens übernimmt. Auf einer zweiten Stufe werden die Bereichsmanager als neue Agenten vom Topmanagement als Prinzipal mit der strategischen Führung der jeweiligen Bereiche betraut und in einem weiteren Schritt wird den Funktionsbereichsmanagern als Agenten die Aufgabe der operativen Führung ihrer Bereiche übertragen; vgl. Hutzschenreuter (1998), S. 25.

<sup>193</sup> Breid (1995), S. 844.

<sup>194</sup> Vgl. Früh (1999), S. 294.

copartnery [!] can boast of [...]. The directors of such companies, however, being managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery [!] frequently watch over their own."<sup>195</sup>

Smiths Ausführungen machen das Agency-Problem besonders deutlich, denn wenn der Eigentümer des Unternehmens, d.h. der Aktionär, nicht gleichzeitig die Unternehmensleitung und die Kontrolle der Entscheidungen übernimmt, entstehen automatisch die oben beschriebenen typischen Probleme der Agency-Beziehung.<sup>196</sup> Es existieren neben einem Informationsgefälle zwischen Manager und Eigentümer eine Risikoverteilung, die nicht konform mit den Eigentumsstrukturen ist, und eine Zieldivergenz zwischen den Parteien<sup>197</sup>. Die Aktionäre als Prinzipale gehen davon aus, dass das Management Unternehmensentscheidungen trifft, die im Interesse der Investoren sind. Das Management als Agent jedoch handelt im Zweifelsfalle im eigenen Interesse<sup>198</sup> und wird Entscheidungen treffen, die seinen Nutzen in Form von Einfluss, Anerkennung und Vergütung maximieren<sup>199</sup> oder aber „[...] verschwenderisch oder bedenkenlos mit den ihnen anvertrauten Ressourcen umgehen“<sup>200</sup>. Aktionäre können ein aus Missmanagement resultierendes schlechtes Unternehmensergebnis nicht unbedingt als solches interpretieren. Das verantwortliche Management wird vielmehr erklären, dass unvorhersehbare äussere Einflüsse die Ursache seien, um so von der eigenen Schuld abzulenken.

### 3.4.2 Mechanismen zur Verringerung der Informationsasymmetrie

Um die Zieldivergenz zwischen Prinzipal und Agent im Unternehmen zu minimieren, ist es ratsam, effiziente Anreiz- und Kontrollsysteme zu schaffen, um das Verhalten der Agenten zu kanalisieren. Diese Systeme können sowohl intern als auch extern verankert sein.

---

<sup>195</sup> Smith (1976), S. 264 f.

<sup>196</sup> Vgl. Jensen (1986), S. 323.

<sup>197</sup> Vgl. Berle, Means (1962), S. 8; Demsetz, Lehn (1985), S. 1173.

<sup>198</sup> Vgl. Schredelseker (2002), S. 57; Borner (1997), S. 20.

<sup>199</sup> Vgl. Demsetz (1990), S. 190; Laux (1998), S. 325; Merrett/Houghton (1999), S. 224.

<sup>200</sup> Audretsch, Weigand (2001), S. 84.

#### 3.4.2.1 Die Unternehmensverfassung als interner Mechanismus

Innerhalb des Unternehmens kann das Managerverhalten durch die Unternehmensverfassung beeinflusst werden. Diese kann, „[...] als bewußt zu diesem Zweck [!] gestaltetes Regelungsinstrument verstanden werden [kann], dessen sich die Eigentümer als Träger der Gestaltung der Unternehmensverfassung bedienen, um Einfluß [!] auf Unternehmensentscheidungen zu nehmen“<sup>201</sup>. Verankert im Aktiengesetz (AktG) begrenzt die Unternehmensverfassung die Handlungsspielräume, indem sie explizite Regelungen hinsichtlich der Entscheidungs- und Kontrollbefugnisse beschreibt.<sup>202</sup> Bei Aktiengesellschaften des deutschen Rechts besteht sie aus drei Organen, die jeweils durch Vertragsbeziehungen miteinander verknüpft sind. Die Leitung des Unternehmens obliegt dem Vorstand (Führungsorgan) in eigener Verantwortung. Er verfügt über die alleinigen Geschäftsführungs- und Vertretungsrechte und muss dabei die Interessen der Aktionäre, der Arbeitnehmer des Unternehmens und der Allgemeinheit berücksichtigen.<sup>203</sup> Überwacht wird er vom Aufsichtsrat (Kontrollorgan), in dem nicht nur Aktionärs- sondern auch Arbeitnehmervertreter sitzen. Bestimmte Geschäfte können von ihm mit einem Zustimmungsvorbehalt versehen werden, so dass diese dann vom Vorstand nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats durchgeführt werden dürfen. Darüber hinaus bestellt der Aufsichtsrat die Vorstandsmitglieder.<sup>204</sup> Das dritte Organ einer deutschen Aktiengesellschaft ist die Hauptversammlung der Aktionäre (Satzungsorgan). Diese, beschäftigt sich in erster Linie mit Themen, die den rechtlichen und wirtschaftlichen Aufbau der Gesellschaft betreffen. Die Vertragsbeziehungen, die zwischen diesen drei Organen herrschen, sind jeweils durch eine Agency-Problematik gekennzeichnet: Der Aufsichtsrat ist einerseits Prinzipal des Vorstands, andererseits Agent der Hauptversammlung. Im Folgenden soll jedoch lediglich auf die grundsätzliche Beziehung zwischen Management (Führung, Agent) und Eigentümern (Kontrolle, Prinzipal) eingegangen werden, wobei sich diese hauptsächlich zwischen Vorstand und Aufsichtsrat abspielt, da letzterer die Aktionäre vertritt<sup>205</sup>.

---

<sup>201</sup> Hutzschenreuter (1998), S. 60.

<sup>202</sup> Vgl. Knobling (1996), S. 33.

<sup>203</sup> Vgl. Hefermehl (2002), S. XV.

<sup>204</sup> Vgl. Sadowski, Junkes, Lindenthal (2001), S. 148.

<sup>205</sup> Vgl. Hefermehl (2002), S. XVI.

Der Vorstand übernimmt die strategische Führung des Unternehmens, wofür er vom Aufsichtsrat eine Entlohnung erhält, die auch einen Anreiz enthalten sollte, im Interesse der Eigentümer zu handeln. Um die Maximierung des finanziellen Ergebnisses zu fördern, muss die Managerentlohnung mit diesem verknüpft werden<sup>206</sup>, was als „Variabilisierung der Managerentlohnung“ bezeichnet wird. Dabei setzt sich das Vorstandsgehalt aus einem fixen Sockel und einem an das Unternehmensergebnis gebundenen und damit variablen Bestandteil zusammen. So kann gewährleistet werden, dass das Management nicht nur eine intensivere Abwägung seiner Unternehmensentscheidungen vornimmt, sondern auch Versuche anstellt, die Profitabilität der Projekte zu steigern.<sup>207</sup> Die nötige Aufsichtsratskontrolle ist in §90 AktG geregelt, kann aber zur Sicherung der Eigentümerinteressen erweitert werden. Dies kann eine Ausweitung der an den Aufsichtsrat berichteten Informationen (Informationsverbreiterung) oder eine Erhöhung des Detaillierungsgrades der Informationen (Informationsvertiefung) sein. Zusätzlich kann eine verstärkte Kontrolle durch die Festlegung spezifischer Regelungen hinsichtlich der Berichtsabstände, des Kreises der informierten Personen und nötiger Sanktionsmechanismen erreicht werden.<sup>208</sup> Letztlich kann auch die Kontrollbefugnis des Aufsichtsrats so verändert werden, dass auch auf diese Weise das Verhalten des Managements in die gewünschte Richtung gelenkt wird.

Neben den formalen Kontrollmechanismen ist hierfür außerdem die jeweils vorhandene Machtstruktur maßgeblich. Hierbei spielt es eine große Rolle, ob es sich um ein Unternehmen im Mehrheitsbesitz eines oder weniger Eigentümer handelt oder ob die Anteile im Streubesitz gehalten werden.

Als dritte Einflussgröße sind die Arbeitnehmer zu nennen, deren Vertretern nach dem Mitbestimmungsgesetz (MitbestG) aus dem Jahre 1976 in Abhängigkeit von der jeweiligen Größe und Branche des Unternehmens ein Drittel bis 50 % der Sitze im Aufsichtsrat besetzen.<sup>209</sup>

---

<sup>206</sup> Vgl. Pound (2000), S. 93; Holmen (1998), S. 81.

<sup>207</sup> Vgl. Hutzschenreuter (1998), S. 100.

<sup>208</sup> Vgl. Hutzschenreuter (1998), S. 133.

<sup>209</sup> Bei Unternehmen der Montanindustrie besteht eine echte Mitbestimmung, da die Arbeitnehmer über die Wahl des so genannten „neutralen Mannes“ direkten Einfluss auf Unternehmensentscheidungen nehmen können.

### 3.4.2.2 Der Markt als externer Mechanismus

Im Gegensatz zum beschriebenen internen Mechanismus, bei dem die Informationsasymmetrie zwischen Aktionären und Management durch die Strukturen der Unternehmensverfassung verringert wird, kann auch eine externe Konditionierung erfolgen. Dabei wird das Managerverhalten durch den Markt beeinflusst.<sup>210</sup> Der Kapitalgeber kann dem opportunistischen Verhalten des Managements beispielsweise durch Sanktionierungsmaßnahmen begegnen. Drücken die Investoren (kollektiv) ihre Unzufriedenheit durch den Verkauf ihrer Anteile aus, so sinkt daraufhin der Wert der Aktie.<sup>211</sup> Mit sinkendem Börsenkurs steigt gleichzeitig die Gefahr einer feindlichen Übernahme (hostile takeover) des Unternehmens, was das Verhalten des Managements beeinflussen wird.<sup>212</sup> Eine feindliche Übernahme soll dabei als der Erwerb der Kontrolle über ein Unternehmen ohne oder gegen den Willen des Managements des Zielunternehmens verstanden werden.<sup>213</sup>

## 3.5 Zusammenfassung

Die Neue Institutionenökonomik liefert wesentliche Ansätze zum prinzipiellen Verständnis der Corporate Governance. Mit wachsender Unternehmensgröße und -komplexität werden zunehmend Aufgaben- und Arbeitsteilung und damit auch eine ausgeprägtere Trennung zwischen Kapitalgeber und Management deutlich. Der Auftraggeber (Prinzipal) delegiert wesentliche Aufgaben an in seinem langfristigen Sinne handelnde Personen (Agent). Mit dieser Aufteilung kommen auch ethische Kriterien, deren erwartungsgerechte Einhaltung durch die sachgerechte Ausgestaltung von Verträgen und interessenhomogenisierende Anreizsysteme unterstützt werden können, zum Tragen.

Dennoch erfordert die in komplexen Systemen immer vorhandene Informationsasymmetrie zwischen Prinzipal und Agent mehr als juristische und betriebswirtschaftliche Vorsicht. Die für gelingendes unternehmerisches Handeln notwendige Freiheit und zupackende Entschlossenheit setzt ein erhebliches Maß an Vertrauen des Prinzipals in die Fähigkeiten und die Integrität seines Agenten voraus. Über die allgemeine zwischenmenschliche Einschätzung hinaus muss deshalb ein übergeordneter Wertekonsens nicht nur geschaffen, sondern auch überwacht und

---

<sup>210</sup> Vgl. Singh (1975), S. 500.

<sup>211</sup> Vgl. Delingat (1996), S. 61.

<sup>212</sup> Vgl. Goldstein (2000), S. 381; Franks, Mayer (1996), S. 164; Schredelseker (2002), S. 57.

<sup>213</sup> Vgl. Schwert (2000), S. 2600.

konsequent eingefordert werden. Mit diesem, dem Corporate Governance Gedanken zugrundeliegenden Ansatz leistet die Neue Institutionenökonomik einen entscheidenden Beitrag für die angemessene Berücksichtigung der gelebten Unternehmenspraxis und deren Steuerung auch durch die Regeln der Corporate Governance. Gute Corporate Governance Regelungen sollten daher ein Alignment of interest des Prinzipals und des Agenten herbeiführen und Verfügungsrechte und Anreizsysteme rechtlich und faktisch so festlegen, dass beide weniger Spielräume und Motivation für opportunistisches Verhalten haben als ohne die Anwendung von Corporate Governance Regelungen.

## 4 Rahmenbedingungen für Corporate Governance in Deutschland

Die Corporate Governance-Diskussion in Deutschland ist gekennzeichnet von internem Druck und externem Wandel. Neben „internen“ Defiziten, wie sie z.B. bei den Fällen Bankgesellschaft Berlin und Philipp Holzmann deutlich wurden, gab es in den letzten Jahren eine ganze Reihe von Veränderungen, die durch private Initiativen und Institutionen sowie durch den Gesetzgeber angestoßen wurden. Diese zielten darauf ab, das deutsche Gesellschafts-, Handels- und Kapitalmarktrecht zu verbessern und es damit für Investoren transparenter und attraktiver zu gestalten.

### 4.1 Rechtliche Rahmenbedingungen für Corporate Governance

Im Folgenden werden Gesetze und Gesetzesvorhaben, die die Corporate Governance Struktur deutscher Kapitalgesellschaften aus Sicht des Verfassers nachhaltig beeinflussen, kurz dargestellt.<sup>214</sup> Reihenfolge und Auswahl orientieren sich dabei am zeitlichen Inkrafttreten der Gesetze und ihrer Bedeutung für die Corporate Governance.<sup>215</sup> Auch wenn die folgenden Gesetze für Immobiliengesellschaften wegen ihrer Größe (Mitarbeiter, Umsatz usw.) zum Teil nur bedingt Anwendung finden, so bilden sie doch die Eckpfeiler des gesetzlichen Spielfeldes, auf dem sich Immobilienkapitalgesellschaften in Deutschland bewegen müssen.

#### 4.1.1 Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich

Das am 1. Mai 1998 in Kraft getretene Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)<sup>216</sup> stellt durch sein Bekenntnis zu den Prinzipien der freien Kapitalmärkte und des Shareholder Value-Ansatzes einen Sinneswandel des deutschen Gesetzgebers und einen ersten Meilenstein in der deutschen Corporate Governance-Debatte dar.<sup>217</sup> Der deutsche Gesetzgeber folgte mit dem KonTraG dem klaren Trend einer EU-weiten Harmonisierung im Gesellschaftsrecht, wobei der Fokus auf die Deregulierung gelegt wurde. Ziel war es, den Unternehmen ihre Organisation selbst zu überlassen und die internen (Aufsichtsräte) und externen (Faktormärkte)

---

<sup>214</sup> Der Verfasser setzt der Struktur von Kapitalgesellschaften immanente Gesetze wie AktG und GmbHG als Datum voraus und legt den Fokus hier auf neuere Gesetze.

<sup>215</sup> Das Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG), das Abschlussprüferaufsichtsgesetz (APAG) und das Bilanzkontrollgesetz (BilKoG) werden nicht separat erläutert, sondern fließen in Abschnitt 4.3.2.7 ein.

<sup>216</sup> Siehe o.V. (1998b), S. 786 f. und zur Entstehungsgeschichte des KonTraG vgl. Zimmer (1998), S. 3521 f.

<sup>217</sup> Zusammen mit dem KonTraG trat auch das Kapitalaufnahmeleichterungsgesetz (KapAEG) in Kraft, auf das im Folgenden nicht weiter eingegangen werden soll.



Kontrollmechanismen zu stärken.<sup>218</sup> Die wesentlichen Aspekte werden im Folgenden dargestellt.

#### 4.1.1.1 Hauptversammlung und Ausübung des Wahlrechts

Um dem vorwiegend aus dem angelsächsischen Bereich kommenden Prinzip „One share, one vote“ zu entsprechen, wurden Mehrstimmrechte abgeschafft.<sup>219</sup> Börsennotierten Unternehmen<sup>220</sup> wurde die Möglichkeit der Einführung von Höchststimmrechten genommen.<sup>221</sup> Um Überkreuzbeteiligungen (wechselseitige Beteiligungen) zu entschärfen und die gegenseitige Abschottung der Unternehmen vor Kontrolle durch Querbeteiligungen zu unterbinden, darf ein Unternehmen in der Hauptversammlung einer börsennotierten Gesellschaft, dem die wechselseitige Beteiligung bekannt ist, sein Stimmrecht zur Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern nicht ausüben.<sup>222</sup> Der Rückkauf eigener Aktien durch die emittierende Gesellschaft wurde mit gewissen Beschränkungen ermöglicht.<sup>223</sup>

#### 4.1.1.2 Vorstand

Um die Kommunikation zwischen Aufsichtsrat und Vorstand zu intensivieren und die Informationslage des Aufsichtsrates zu verbessern, wurde der Vorstand verpflichtet, neben Quartals- und Jahresberichten auch über die beabsichtigte Geschäftspolitik und andere grundsätzliche Fragen der Unternehmensplanung an den Aufsichtsrat zu berichten.<sup>224</sup> Fraglich ist, ob diese scheinbaren Informationsdefizite des Aufsichtsrates bisher so gravierend waren oder ob der Aufsichtsrat nicht entschieden genug Informationen eingefordert und sich mit diesen beschäftigt hat.<sup>225</sup>

Eine viel beachtete Änderung stellte die gesetzliche Verpflichtung zur Einführung eines so genannten Früherkennungssystems dar.<sup>226</sup> Dieses Frühwarnsystem soll dem Unternehmen ein besseres Risikomanagement ermöglichen und mögliche, den

---

<sup>218</sup> Berrar (2001), S. 52 f.

<sup>219</sup> Vgl. § 12 Abs. 2 Satz 2 AktG.

<sup>220</sup> Hier stellt sich die Frage der Definition von Börsennotiertheit. Laut h.M. wird darunter die Notierung der Aktie im geregelten Markt und im Amtlichen Handel, nicht aber im Freiverkehr verstanden, vgl. Zimmer (1998), S. 3522 m. w. N. in Fn. 26.

<sup>221</sup> vgl. § 134 AktG.

<sup>222</sup> vgl. § 328 Abs. 1 AktG und § 328 Abs. 3 AktG.

<sup>223</sup> vgl. § 71 AktG.

<sup>224</sup> vgl. § 90 AktG.

<sup>225</sup> Vgl. Dreher (1996), S. 52 f.

<sup>226</sup> Vgl. § 91 Abs. 2 AktG; Hommelhoff/Mattheus (1998), S. 251; Zimmer (1998), S. 3824, Schneider (1995), S. 195f. und S. 233 f.

Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen frühzeitig aufdecken.<sup>227</sup> Über die mögliche Ausgestaltung eines solchen Systems und mögliche haftungsrechtliche Konsequenzen macht der Gesetzgeber keine Vorgaben.

#### 4.1.1.3 Aufsichtsrat

Die Höchstzahl der für eine Person gleichzeitig zulässigen Aufsichtsratsmandate wurde vom KonTraG nicht verändert und bei max. zehn Mandaten je Aufsichtsratsmitglied belassen.<sup>228</sup> Einzig der Aufsichtsratsvorsitz (nicht aber die Funktion des stellvertretenden Vorsitzenden), wird hierbei doppelt gerechnet.<sup>229</sup> Dies kann als erster Schritt in Richtung hin zu einer Professionalisierung und als Aufwertung der Tätigkeit deutscher Aufsichtsräte und ihrer Vorsitzenden gewertet werden.<sup>230</sup>

Börsennotierte Gesellschaften sollen mindestens 2 Aufsichtsratssitzungen, sonstige Kapitalgesellschaften mindestens eine Sitzung pro Kalenderhalbjahr abhalten.<sup>231</sup> Deutschland nahm in dieser Hinsicht in der Vergangenheit den letzten Platz im europäischen Vergleich ein.<sup>232</sup> Durchschnittlich tagten deutsche Aufsichtsräte vor der Gesetzesänderung 3,8 Mal pro Jahr wobei man jeweils 3,7 Stunden zusammenkam. Dies schloss die konstituierende Sitzung des Aufsichtsrates anlässlich der Hauptversammlung mit ein.<sup>233</sup>

Aus Gründen der Personentransparenz müssen bei der Wahl der Aufsichtsräte sowohl der konkret ausgeübte Beruf der Kandidaten als auch alle weiteren Aufsichtsratsmandate der sich zur Wahl stellenden Kandidaten veröffentlicht werden. Dies soll den Aktionären die Möglichkeit geben, zu beurteilen, ob der Kandidat den fachlichen und zeitlichen Anforderungen des Amtes gewachsen ist und ob Interessenkonflikte mit anderen, von ihm bereits wahrgenommenen Mandate bestehen.<sup>234</sup>

---

<sup>227</sup> Der Begriff des Risikos wurde vom Gesetzgeber in § 91 Abs. 2 AktG leider nicht definiert, vgl. Möllers (1999), S. 435.

<sup>228</sup> Gem. § 100 Abs. 2 Satz 2 AktG können noch fünf Mandate in zum Konzern gehörenden Unternehmen je Aufsichtsratsmitglied hinzugerechnet werden.

<sup>229</sup> Vgl. § 100 Abs. 2 AktG.

<sup>230</sup> Vgl. Hofmann/Hofmann (1998), S. 83.

<sup>231</sup> Vgl. § 110 Abs. 3 AktG; der vierteljährliche Sitzungsturnus wurde als Soll-Bestimmung vom Gesetzgeber verfasst.

<sup>232</sup> Vgl. Heidrick and Struggles International (1999), S. 8.

<sup>233</sup> Vgl. Gaulke (1997), S. 43; Hofmann/Hofmann (1998), S. 110; Malik (2002), S. 214; Bleicher (1987), 41 f.

<sup>234</sup> Vgl. §§ 124 Abs. 3, 125 Abs. 1 und 127 Satz 3 AktG.

Der Prüfungsauftrag an den Abschlussprüfer wird nunmehr unmittelbar vom Aufsichtsrat erteilt, der auch der Hauptversammlung den Prüfer vorschlägt.<sup>235</sup> Der Prüfungsbericht muss dem Aufsichtsrat unmittelbar zugeleitet werden und der Aufsichtsrat bestimmt auch das Honorar für den Abschlussprüfer. Diese Neuregelung macht den Abschlussprüfer unabhängiger vom Vorstand und stärkt die Rechte des Aufsichtsrates als Kontrollinstanz.<sup>236</sup>

Der Prüfungsauftrag des Abschlussprüfers umfasst nun auch die Evaluierung des Risikomanagements und des geforderten Überwachungssystems.<sup>237</sup>

#### 4.1.1.4 Depotbank

Der Einfluss der Banken auf deutsche Unternehmen beruht auf drei Säulen: dem eigenen Anteilsbesitz an Unternehmen, dem von den Banken ausgeübten Depotstimmrecht und den von der Bank entsandten Aufsichtsratsmitgliedern. Bedingt durch die Tatsache, dass der Einfluss der Banken stärker auf den von ihnen im Auftrag ihrer Kunden verwalteten Depotstimmrechte<sup>238</sup> und Aufsichtsratsmandate<sup>239</sup> beruht als auf ihrem Anteilsbesitz<sup>240</sup>, wurde den Banken untersagt, in Unternehmen, an denen die Bank mit mehr als 5 % beteiligt ist, auf der Hauptversammlung des betreffenden Unternehmens das Depotstimmrecht der Bankkunden auszuüben.<sup>241</sup> Nur wenn eine ausdrückliche Weisung zu den einzelnen Tagesordnungspunkten vom Depotinhaber an die Bank erteilt werde, dürfe die Bank das Stimmrecht ausüben. Als Folge begannen Banken ihre Industriebeteiligungen sukzessive abzubauen, um die Depotstimmrechte weiterhin ausüben zu können. Darüber hinaus war es dem Gesetzgeber wichtig, dass die Banken sich an den tatsächlichen Interessen der Aktionäre und Depotkunden orientieren und ihre Kunden auf alternative Möglichkeiten der Stimmabgabe z.B. über eine Interessenvertretung wie die Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz hinweisen.<sup>242</sup>

---

<sup>235</sup> Vgl. §§ 111 Abs. 3, 124 Abs. 3 AktG.

<sup>236</sup> Vgl. Hommelhoff/Mattheus (1998), S. 256 f., Forster (1999), S.193 f., Lambsdorff (1988), S. 229, Götz (1995), S. 340 f., in der Literatur wurde das Vertrauensverhältnis zwischen Vorstand und Abschlussprüfer teilweise stark betont und als wesentlich empfunden, vgl. Langenbucher/Blaum (1994) S. 2210 f.

<sup>237</sup> Vgl. § 317 Abs. 4 HGB.

<sup>238</sup> Vgl. Baums (1996), S. 8 u. S. 25, Baums/Fraune (1995), S. 97 f., Nibler (1998), S. 20, Gaulke (1997), S. III, Boehmer (1999), S. 5, Nowak (1997), S. 72 f., Knobling (1996), S. 123.

<sup>239</sup> Vgl. Böhm (1992), S. 263, Tab. 44, Nibler (1998), S. 62; Boehmer (1999), S. 6, Knobling (1996), S. 124, Schmitz (1996), S. 236.

<sup>240</sup> Vgl. Nibler (1998), S. 19, Nowak (1997), S. 72 f., Hopt (1996), S. 248 f.

<sup>241</sup> Vgl. § 135 Abs. 1 Satz 3 AktG.

<sup>242</sup> Vgl. §§ 125 Abs. 1, 128 Abs. 2 und 135 Abs. 2 AktG.

#### 4.1.1.5 Abschlussprüfer

Um die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers zu stärken, dürfen nicht mehr als 30 % der gesamten Einkünfte<sup>243</sup> der vergangenen fünf Jahre von einem Mandanten stammen. Weiter wird ein periodischer Wechsel des den Prüfungsbericht unterzeichnenden Abschlussprüfers vorgeschrieben und die Haftungssumme deutlich erhöht.<sup>244</sup>

#### 4.1.1.6 Zusammenfassung

Aus heutiger Sicht lässt sich sagen, dass mit dem KonTraG ein erster Schritt in Richtung einer modernen wettbewerbsfähigen Corporate Governance Struktur in Deutschland unternommen wurde.<sup>245</sup> Wichtige weitere Punkte wie die Größe des Aufsichtsrates, die Anzahl der Mandate je Aufsichtsratsmitglied, die Möglichkeit von Individualklagen und die Regeln zum Depotstimmrecht wurden dagegen nur halbherzig oder gar nicht angegangen. Ebenso wurde eine Diskussion über die Einführung der angelsächsischen Struktur des One-tier-Boards oder die Abschaffung bzw. Eingrenzung der Mitbestimmung ausgeklammert.

#### 4.1.2 Transparenz- und Publizitätsgesetz

Die Schieflage und der spätere Konkurs der Philipp Holzmann AG sowie die Aufdeckung der Betrugsfälle bei der FlowTex-Unternehmensgruppe im Jahre 2000, veranlassten den zu dieser Zeit amtierenden Bundeskanzler Schröder eine Regierungskommission einzusetzen. Diese Regierungskommission „Corporate Governance: Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts“ unter der Leitung von Professor Baums sollte „sich auf Grund der Erkenntnisse aus dem Fall Holzmann mit möglichen Defiziten des deutschen Systems der Unternehmensführung und -kontrolle befassen. Darüber hinaus sollte sie im Hinblick auf den durch Globalisierung und Internationalisierung der Kapitalmärkte sich vollziehenden Wandel unserer Unternehmens- und Marktstrukturen Vorschläge für eine Modernisierung unseres rechtlichen Regelwerkes unterbreiten“.<sup>246</sup> Die Kommission, die

---

<sup>243</sup> Die ursprüngliche Grenze lag bei 50 % der gesamten Einkünfte. Es bleibt fraglich, ob diese Änderungen Auswirkungen auf die großen Prüfungsgesellschaften haben werden und nicht eher den kleineren Prüfungsgesellschaften schaden. Sicherlich wird dadurch aber ein häufigerer Wechsel der das Unternehmen prüfenden Personen erreicht, vgl. Hofmann/Hofmann (1998), S. 163.

<sup>244</sup> Vgl. § 319 Abs. 2 Nr. 8 HGB.

<sup>245</sup> Die Personalberatung Heidrick & Struggles zeigt in einer Studie von 2001, dass Deutschland im Vergleich zur Untersuchung aus dem Jahre 1999 in Sachen Corporate Governance aufgeholt hat, vgl. Heidrick & Struggles (2001), S. 25 f.

<sup>246</sup> Baums (2001), S. 1.

mit herausragenden Vertretern der Unternehmenspraxis und der Wissenschaft besetzt war, erarbeitete zum Thema Corporate Governance einen breiten Maßnahmenkatalog und legte diesen im Juli 2001 vor. In ihrem Abschlussbericht forderte die Kommission regulatorische Änderungen im Aktien- und Handelsrecht, Deregulierung und Flexibilisierung sowie die Schaffung eines Corporate Governance Kodex für börsennotierte Aktiengesellschaften. Dieser Kodex sollte Verhaltensregeln für Vorstände und Aufsichtsräte enthalten (siehe Punkt 4.3).

Als Ergebnis brachte der Gesetzgeber das Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) auf den Weg, das am 19.7.2002 in Kraft trat.<sup>247</sup> Das TransPuG enthält Empfehlungen der Regierungskommission zum Verhältnis zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und Wirtschaftsprüfer, um so die Arbeit der Gremien transparenter zu machen, sowie viele Detailregelungen in den Bereichen Einführung neuer Medien und Kapitalmaßnahmen. Empfehlungen zur Rechnungslegung basierten auf Vorschlägen des Deutschen Rechnungslegungs Standards Committee (DRSC), so etwa Änderungen im Bereich des HGB für die Konzernrechnungslegung, die dadurch internationalen Standards angepasst werden sollte.

#### 4.1.2.1 Aufsichtsrat

Das TransPuG stärkt die Position des Aufsichtsrates, indem es das bestehende Rechtsinstrumentarium erweitert und somit der gestiegenen Verantwortung/Verantwortlichkeit von Aufsichtsratsmitgliedern Rechnung trägt. Der Vorstand hat den Aufsichtsrat zukünftig schriftlich und umgehend über die Umsetzung der Unternehmensplanung zu unterrichten sowie Zielabweichungen zu analysieren und zu begründen (sog. Follow Up-Berichterstattung).<sup>248</sup> Die Berichtspflicht des Vorstandes gegenüber dem Aufsichtsrat bei Konzernen bezieht sich dabei auch auf einbezogene Unternehmen.<sup>249</sup> Die Rolle des einzelnen Aufsichtsratsmitglieds wurde durch die Berechtigung zur Anforderung von Berichten und zur Einberufung des Aufsichtsrates in besonderen Fällen gestärkt.<sup>250</sup> Der Aufsichtsrat muss zukünftig zwei Sitzungen pro Kalenderhalbjahr abhalten. Bei nicht börsennotierten Gesellschaften kann nach einem Beschluss des Aufsichtsrates eine Sitzung pro Halbjahr ausreichen.<sup>251</sup> Darüber hinaus

---

<sup>247</sup> Vgl. BGBI. Jahrgang 2002, Teil I, Nr. 50, Rz. 2681-2687.

<sup>248</sup> Vgl. § 90 Abs. 1 und Abs. 4 AktG.

<sup>249</sup> Vgl. § 90 Abs. 1 Satz 2 AktG.

<sup>250</sup> Vgl. § 90 Abs. 3 Satz 2 und § 110 Abs. 2 AktG.

<sup>251</sup> Vgl. § 110 Abs. 3 AktG.

muss der Aufsichtsrat den Konzernabschluss nach Prüfung durch den Wirtschaftsprüfer billigen und einen Katalog zustimmungsbedürftiger Geschäfte beschließen.<sup>252</sup> Der Aufsichtsratsvorsitzende hat dem Aufsichtsratsplenium regelmäßig über die Arbeit in den Ausschüssen zu berichten.<sup>253</sup> Die Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrates wurde besonders hervorgehoben und der Strafrahmen bei Verrat von Geschäftsgeheimnissen durch Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder verschärft.<sup>254</sup>

#### 4.1.2.2 Hauptversammlung

Im Rahmen der Regelungen zur Hauptversammlung besteht nun die Möglichkeit, Aufsichtsratsmitglieder per Videokonferenz zuzuschalten, so dass diese nicht mehr zwingend persönlich anwesend sein müssen.<sup>255</sup> Die Satzung (Geschäftsordnung) kann zudem bestimmen, dass die Hauptversammlung per Bild und Ton, also auch online über das Internet, übertragen werden darf.<sup>256</sup> Die Hinterlegung von Aktien zur Anmeldung zur Hauptversammlung wird durch ein einheitliches Anmeldeerfordernis ersetzt und dadurch wesentlich vereinfacht und modernisiert.<sup>257</sup>

#### 4.1.2.3 Abschlussprüfung

Der Abschlussprüfer hat künftig auch dann über Unregelmäßigkeiten zu berichten, wenn sie zwar nicht zur Versagung oder Einschränkung des Bestätigungsvermerks geführt haben, aber für die Kontrolle des geprüften Unternehmens von Bedeutung sind.<sup>258</sup> Das mit dem KonTraG eingeführte Risikofrüherkennungssystem ist künftig nicht nur bei amtlich notierten, sondern bei allen börsennotierten Aktiengesellschaften prüfungspflichtig.

#### 4.1.2.4 Entsprechenserklärung

Das TransPuG verpflichtete durch die Einführung des § 161 AktG den Vorstand und den Aufsichtsrat börsennotierter Unternehmen dazu, jährlich eine Entsprechenserklärung (Compliance-Erklärung) zum Deutschen Corporate Governance Kodex (siehe 4.3) abzugeben und diese den Aktionären dauerhaft (z.B. auf der

---

<sup>252</sup> Vgl. § 111 Abs. 4 AktG.

<sup>253</sup> Vgl. § 107 AktG.

<sup>254</sup> Vgl. § 116 AktG i.V.m. § 93 AktG und § 404 AktG.

<sup>255</sup> Vgl. § 118 Abs. 2 Satz 2 AktG.

<sup>256</sup> Vgl. § 118 Abs. 3 AktG.

<sup>257</sup> Vgl. § 123 AktG.

<sup>258</sup> Vgl. § 321 Abs. 2 HGB.

Internetseite und in den Quartalsberichten des Unternehmens) zugänglich zu machen.<sup>259</sup> Vorstand und Aufsichtsrat einer Gesellschaft haben dabei zu erklären, ob den Empfehlungen des Kodex in der Vergangenheit gefolgt wurde und ihnen auch zukünftig entsprochen werden soll, bzw. ob die Kodexempfehlungen vom Unternehmen gar nicht oder nur teilweise angewandt wurden und werden („comply or explain“). Als Basis der Entsprechenserklärung kann eine individuelle (jedes einzelne Organmitglied) aber auch eine kollektive Einverständniserklärung des Vorstands und des Aufsichtsrates veröffentlicht werden. In der Erklärung soll zum Ausdruck kommen, wie lange sie für das betroffene Organmitglied gilt. Ein Widerrufsvorbehalt ist hierbei nicht ausgeschlossen. Eine Mehrheit der Organmitglieder reicht für die Umsetzung der Kodexempfehlungen nicht aus, um die Kodexempfehlungen für alle Organmitglieder verbindlich zu machen, selbst wenn dies so in der Geschäftsordnung verankert ist. Im Zweifelsfall müssen für jedes Organmitglied individuelle Einverständniserklärungen zur Umsetzung bzw. Nichtumsetzung der Kodexempfehlungen veröffentlicht werden. Eine Pflicht zur Begründung der Nichtanwendung des Kodex sieht das Gesetz nicht vor. Allerdings wird davon ausgegangen, dass der Druck des Kapitalmarktes auf die Unternehmen dahin wirkt, dass sich Vorstand und Aufsichtsrat regelmäßig mit den Inhalten des Kodex auseinandersetzen und zur Abgabe der entsprechenden Erklärung bewegt werden.

#### 4.1.2.5 Zusammenfassung

Mit dem TransPuG wurde die Reform der rechtlichen Rahmenbedingungen für gute Corporate Governance in Deutschland weiter vorangebracht. Das deutsche Aktienrecht wurde in kapitalmarktrechtlicher Hinsicht, basierend auf den Vorschlägen der Baums-Kommission, an internationale Gepflogenheiten angepasst, bietet aber nach wie vor Raum für weitere Verbesserungen. Die rechtstechnische Lösung über die Implementierung eines Kodex außerhalb des Gesetzes (soft law), losgelöst von verfassungsrechtlichen und dogmatischen Fragen, stellt ein geeignetes Mittel dar, deutschen Unternehmen eine erfolgreiche und flexible Unternehmensführung zu ermöglichen, diese kontinuierlich auf ihre Aktualität hin zu überprüfen und Unternehmen darauf zu verpflichten, sich an diese zu halten.

---

<sup>259</sup> Vgl. Claussen/Bröcker (2002), S. 1200.

#### 4.1.3 Gesetz zur Unternehmensintegrität und zur Modernisierung des Anfechtungsrechts

Der Entwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und zur Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) wurde Ende Januar 2004 erstmals veröffentlicht und trat zum 1. November 2005 in Kraft. Das UMAG behandelt mehrere Bereiche, die auf den Empfehlungen der Regierungskommission Corporate Governance vom Juli 2001 basieren.<sup>260</sup> Neben der Überarbeitung des Organhaftungsrechts und des Rechts der Sonderprüfung<sup>261</sup> wurden Änderungen im Bereich der Vorbereitung und Durchführung von Hauptversammlungen sowie Neuerungen des Beschlussanfechtungsrechts umgesetzt.

##### 4.1.3.1 Innenhaftung der Organe

Das UMAG stärkt das Verfolgungsrecht und erleichtert die Klagedurchsetzung von Aktionärsminderheiten in Bezug auf Schadensersatzansprüche im eigenen Namen<sup>262</sup> durch die Herabsetzung des Minderheitenquorums auf ein Prozent des Grundkapitals der betreffenden Gesellschaft oder einen anteiligen Nominalbetrag von 100.000 Euro<sup>263</sup> im Zeitpunkt der Antragsstellung.<sup>264</sup> Ersatzansprüche der Gesellschaft z.B. durch grobe Pflichtverletzungen von Organmitgliedern können so künftig leichter gerichtlich geltend gemacht werden. Darüber hinaus bietet das UMAG den Aktionären die Möglichkeit, sich mit Hilfe des „Aktionärsforums“<sup>265</sup> für eine Rechtsverfolgung zusammenzuschließen. Um Missbrauch durch diese recht leicht zu überwindende Hürde

---

<sup>260</sup> Vgl. Baums (2001), Rn. 70 f.

<sup>261</sup> Die Neuregelung zur Organhaftung und zur Sonderprüfung bedeutet eine Umsetzung des Punkt 1 des Maßnahmenkatalogs der Bundesregierung vom 25. Februar 2003.

<sup>262</sup> Das eigenständige Klagerecht der Aktionäre stellt eine Neuerung dar, da bisher die Rechtsverfolgung durch einen vom Gericht bestellten besonderen Vertreter vorgenommen wurde, vgl. § 147 Abs. 3 AktG.

<sup>263</sup> Die Herabsetzung des Quorums ermöglicht es nun nahezu jedem institutionellen Anleger bzw. größeren Privatanleger, einen Organhaftungsprozess anzustrengen. Da oft erst durch eine Sonderprüfung die für einen Prozess notwendigen Informationen den Aktionären zugänglich gemacht werden, wurde das Quorum für eine solche Sonderprüfung ebenfalls auf ein Prozent des Grundkapitals oder einen anteiligen Nominalbetrag von 100.000 Euro herabgesetzt, vgl. § 142 Abs. 1 AktG-E.

<sup>264</sup> Hier sei auch auf das Gesetz zum Kapitalanleger-Musterverfahren (KapMuG) verwiesen, das am 16. August 2005 in Kraft trat. Es hat zum Ziel, kapitalmarktrechtliche Streitigkeiten in einem Musterverfahren zu bündeln. Hierzu müssen mindestens zehn Anleger eine Klage einreichen. Mittels einer Musterklage soll ein für alle Parteien rechtskräftiges Urteil herbeigeführt werden und somit die kollektive Durchsetzung von Anlegeransprüchen verbessert werden. Aufgrund seiner kapitalmarktrechtlichen Orientierung kommen nur Schadenserstattungsansprüche aufgrund falscher, irreführender oder unterlassener öffentlicher Kapitalmarktinformationen sowie vertragliche Erfüllungsansprüche nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz in Betracht. Vgl. BGBl. I 2005 vom 19. August 2005, S. 2437 f.

<sup>265</sup> Vgl. § 127 AktG-E, siehe auch [www.aktionuersforum.de](http://www.aktionuersforum.de).



vorzubeugen, hat der Gesetzgeber ein gerichtliches Klagezulassungsverfahren<sup>266</sup> vorgeschaltet. Wenn dieses beim Landgericht des Gesellschaftssitzes angesiedelte Verfahren erfolgreich durchlaufen wurde, also die nachfolgend aufgeführten Voraussetzungen kumulativ vorliegen, kann eine Schadensersatzklage binnen drei Monaten erhoben werden.

- Die klagenden Aktionäre müssen „durch Urkunden glaubhaft machen, dass sie die Aktien vor dem Zeitpunkt erworben haben, in dem sie von den beanstandeten Pflichtverstößen Kenntnis erlangt haben, es sei denn, dass der Aktienerwerb auf Gesamtrechtsnachfolge beruht“<sup>267</sup>.
- Die klagenden Aktionäre müssen „glaubhaft machen, dass sie die Gesellschaft unter Fristsetzung erfolglos aufgefordert haben, selbst Klage zu erheben“<sup>268, 269</sup>.
- Die Klage der Minderheit muss Verdachtstatsachen beweisen (Vollbeweis), die auf Unredlichkeit oder grobe Gesetzes- oder Satzungsverstöße mit einem daraus resultierenden Schaden für die Gesellschaft hindeuten.<sup>270</sup>
- Der Geltendmachung des Ersatzanspruchs dürfen „keine überwiegenden Gründe des Gesellschaftswohls entgegenstehen“<sup>271</sup>.

Die Neuregelung des Organhaftungsrechts betrifft neben dem Vorstand auch den Aufsichtsrat, verschärft dessen Haftung allerdings nicht, sondern schränkt mit der Business Judgement Rule den Haftungstatbestand sogar ein.<sup>272</sup> Die Business Judgement Rule besagt, dass eine Sorgfaltspflichtverletzung von Vorstand und Aufsichtsrat dann auszuschließen ist, wenn sie bei einer unternehmerischen Entscheidung ohne grobe Fahrlässigkeit annehmen durften, dass sie zum Wohle der Gesellschaft und angemessen informiert gehandelt hätten (safe haven).<sup>273</sup> Das dem unternehmerischem Handeln

---

<sup>266</sup> Vgl. § 147a AktG-E, zugleich wird die Klageerzwingung nach § 147 Abs. 3 AktG auf einen Mehrheitsbeschluss durch die Hauptversammlung beschränkt vgl. § 147 Abs. 1 Satz 1 AktG-E. Eine Hauptversammlungsminderheit soll den Vorstand künftig nicht mehr zur Klageerhebung zwingen können.

<sup>267</sup> § 147a Abs. 1 Satz 1 AktG-E.

<sup>268</sup> § 147a Abs. 1 Satz 2 AktG-E.

<sup>269</sup> D.h. bei Klagen gegen den Vorstand muss der Aufsichtsrat klären, ob er nicht selber Klage einreichen möchte. Ist dies der Fall wird die Klage der Minderheit nicht angenommen.

<sup>270</sup> Vgl. § 147a Abs. 1 Satz 3 AktG-E, das Vorliegen einer leichten Pflichtverletzung reicht, im Gegensatz zur Rechtsverfolgung durch die Gesellschaft selbst, nicht aus.

<sup>271</sup> § 147a Abs. 1 Satz 4 AktG-E.

<sup>272</sup> Interessant ist hierbei die Diskussion über die Frage, inwieweit der Maßstab für grobe Fahrlässigkeit durch diesen Gesetzesentwurf heraufgesetzt wurde.

<sup>273</sup> Vgl. § 93 Abs. 2 Satz 2 AktG-E, siehe kritisch hierzu Thümmel (2004), S. 471 f.

immanente Risiko eines Fehlschlags schließt hier eine Erfolgshaftung aus. Der so genannte „sichere Hafen“ erfordert allerdings folgende Voraussetzungen:

- das Vorliegen einer unternehmerischen Entscheidung,
- die Gutgläubigkeit des entscheidenden Organmitglieds,
- das Handeln dieses Organmitglieds ohne Sonderinteressen oder sachfremde Einflüsse,
- das Handeln dieses Organmitglieds zum Wohle der Gesellschaft,
- und das Handeln dieses Organmitglieds aufgrund angemessener Informationen.<sup>274</sup>

#### 4.1.3.2 Auskunftsrecht

Die Änderungen zum Auskunftsrecht der Aktionäre auf der Hauptversammlung stärken die Rolle des Aufsichtsrates als Versammlungsleiter. So kann der Aufsichtsvorsitzende nun Rede- und Fragezeit begrenzen und damit Fragen nach Ablauf der Fragezeit ohne weitere Begründung ablehnen.<sup>275</sup> Als normale Zeitdauer für eine Hauptversammlung wird dabei vom Gesetzgeber eine Zeitspanne von zwei bis sechs Stunden angenommen. Der Aufsichtsratsvorsitzende als Versammlungsleiter sollte sowohl bei den Aktionären als auch beim Vorstand auf die Einhaltung der Zeitvorgaben achten. Um den zeitlichen Ablauf der Hauptversammlung zu entlasten, müssen auf vergangenen Hauptversammlungen bereits regelmäßig gestellte Fragen, sowie Listen, Aufstellungen und Statistiken von der Gesellschaft nicht beantwortet werden, wenn sich die entsprechenden Antworten bereits aus den Internetseiten der Gesellschaft ergeben. Diese Antworten müssen allerdings mindestens eine Woche vor Beginn der Hauptversammlung und bis einschließlich deren Ende allen Aktionären zugänglich sein.

---

<sup>274</sup> o.V. (2004a), S. 14 f., es bleibt abzuwarten wie diese Tatbestandmerkmale im Einzelnen gewichtet und interpretiert werden. Die Darlegungs- und Beweislast des Vorliegens dieser Tatbestandmerkmale liegen beim betroffenen Organmitglied selbst. Hieraus dürfte ein starkes Dokumentationsbedürfnis erwachsen.

<sup>275</sup> Bisher durfte der Aufsichtsrat nur die Redezeit begrenzen, was bei der Fragezeit zu ausufernden Debatten führte.

#### 4.1.3.3 Zusammenfassung

Mit dem UMAG wird die Durchsetzung von Haftungsansprüchen der Gesellschaft (und ihrer Aktionäre) gegen die Organmitglieder erleichtert.<sup>276</sup> Bei Ansprüchen gegen Vorstandmitglieder wird die Gesellschaft durch den Aufsichtsrat vertreten, der stärker und nachdrücklicher als früher begründen muss, weshalb ein Fehler von ihm nicht bemerkt oder nicht korrigiert wurde.

Durch die Herabsetzung der Klageerhebungsstufen im KonTraG von bisher vorgeschriebenen 500.000 Euro Aktiennominalwert (5% des Grundkapitals) auf 100.000 Euro Aktiennominalwert (1% des Grundkapitals) kann nun auch ein Privatanleger ein Verfahren anstrengen oder sich bei der Hauptversammlung klagewillige Bundesgenossen suchen, um die geforderte Hürde zu nehmen. Da der Klage auf Ersatzansprüche keine überwiegenden Gründe des Gesellschaftswohles entgegenstehen dürfen, ist ein Prozesssieg auch für die Gesellschaft vorteilhaft.

Ob das Gesetz in der Lage sein wird, Berufsaktionäre, „räuberische Kleinaktionäre“ oder „Anlegeranwälte“ von gesellschaftsschädigenden Klagen oder erkaufte Vergleichen und Klagerücknahmen abzubringen, wird sich zeigen. Der Druck auf Vorstand und Aufsichtsrat in Sachen Haftung wird durch das UMAG sicherlich zunehmen. Eine weitere, Sinn machende Verschärfung könnte die Festlegung darstellen, eine Höchstsumme auch für leichte Fahrlässigkeit von Vorstand und Aufsichtsrat festzulegen, die sich auf das gesamte Handeln und nicht nur auf unternehmerische Zukunftsentscheidungen bezieht, wie es die business judgment rule vorsieht.<sup>277</sup>

#### 4.1.4 Investmentmodernisierungsgesetz

Große Mittelzuflüsse seit Ende der neunziger Jahre haben die Kapitalanlagegesellschaften und hierbei insbesondere die Offenen Immobilienfonds zur dominierenden Gruppe institutioneller Immobilieninvestoren gemacht.<sup>278</sup> Das deutsche Recht sieht dabei die Ausgestaltung von Offenen Immobilienfonds als Grundstückssondervermögen vor. Den rechtlichen Rahmen für die Offenen Immobilienfonds bildet seit 1. Januar 2004 das Investmentmodernisierungsgesetz

---

<sup>276</sup> Obwohl die Gesellschaft gesetzlich durch den Vorstand vertreten wird, stellt sich die Frage, warum gerade der Vorstand, der auf eine Wiederbestellung durch den Aufsichtsrat angewiesen ist, diesen in Haftungsanspruch nehmen sollte.

<sup>277</sup> Die Fixierung der Höchstsumme würde die eventuellen Haftungsansprüche leichter versicherbarer machen.

<sup>278</sup> Nachfolgend werden Kapitalanlagegesellschaft und Offener Immobilienfonds als Synonym verwendet, da in der empirischen Untersuchung nur offene Immobilienfonds untersucht wurden.

(InvG). Es vereint die aufsichtsrechtlichen Regelungen, nämlich das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) für deutsche Fonds sowie das für ausländische Fonds relevante Auslandinvestmentgesetz und setzt Anforderungen der geänderten europäischen OGAW-Richtlinie<sup>279</sup> um.<sup>280</sup> Das KAGG wurde 1957 verabschiedet und seitdem durch verschiedene Finanzmarktförderungsgesetze den aktuellen Entwicklungen auf den internationalen Kapitalmärkten (z.B. Hedgefonds) angepasst.<sup>281</sup> Neben dem InvG enthalten weitere Gesetze (BGB, HGB, KWG, GmbHG und AktG) bindende Rechtsnormen für Offene Immobilienfonds.<sup>282</sup>

Aufgrund der Öffentlichkeitswirksamkeit der Offenen Immobilienfonds soll deren Aufbau und rechtlicher Rahmen im Folgenden kurz dargestellt werden.

Ein offener Immobilienfonds besteht aus vier Instanzen. Der Kapitalanlagegesellschaft (Investmentgesellschaft), dem Grundstückssondervermögen, der Depotbank und dem Sachverständigenausschuss.<sup>283</sup> Diese werden nachfolgend kurz erläutert.

#### 4.1.4.1 Kapitalanlagegesellschaft und Aufsichtsrat

Die im InvG getroffene Einstufung der Kapitalanlagegesellschaft als Kreditinstitut unterstellt sie der Kontrolle der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).<sup>284</sup> Als Rechtsform darf die AG oder die GmbH gewählt werden, wobei im Falle der GmbH zwingend ein Aufsichtsrat eingerichtet werden muss.<sup>285</sup> Sind als Nennkapital mind. 2,5 Mio. Euro voll einbezahlt<sup>286</sup>, die fachliche Eignung der Geschäftsleiter belegt und eine ausschließlich Investments und damit verbundene Geschäfte im Sinne des § 6 Abs. 1 InvG beschreibende Satzung verabschiedet, erlaubt das BAK die Geschäftsaufnahme.

Kapitalanlagegesellschaften können folglich beschrieben werden als Kreditinstitute, deren Geschäftsbereich darauf gerichtet ist, bei ihnen eingelegtes Geld im eigenen Namen für gemeinschaftliche Rechnung der Einleger (Anteilhaber) nach dem Grundsatz der Risikomischung in den nach dem InvG zugelassenen

---

<sup>279</sup> OGAW steht für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren.

<sup>280</sup> Vgl. BVI (2003), S. 11.

<sup>281</sup> Vgl. Leinemann (1998), S. 36 f.

<sup>282</sup> Vgl. BVI (2003), S. 11.

<sup>283</sup> Vgl. Bone-Winkel (1994), S. 67, Bone-Winkel (1996), S. 675 f.

<sup>284</sup> Vgl. § 7, Abs. 1 InvG i.V.m. § 1, Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 KWG; § 6, Abs. 1 InvG, zur Aufsicht durch die BaFin bzw. vormals das BAK siehe auch Päsler (1991), S. 188 f.

<sup>285</sup> § 6, Abs. 2 InvG verlangt bei KAGen in der Rechtsform der GmbH zwingend einen Aufsichtsrat, der den Vorschriften des AktG entspricht.

<sup>286</sup> Vgl. § 11, Abs. 1 Satz 1 InvG.

Vermögensgegenständen gesondert vom eigenen Vermögen in Form von Geldmarkt-, Wertpapier-, Beteiligungs-, Investmentfondsanteil-, Grundstücks-, Gemischten Wertpapier- und Grundstücks- oder Altersvorsorge-Sondervermögen anzulegen und über die hieraus sich ergebenden Rechte der Anteilhaber Urkunden (Anteilscheine) auszustellen.<sup>287</sup> Durch das 4. FMG dürfen bis zu 49 Prozent des Fondsvermögens in Beteiligungen an Immobiliengesellschaften angelegt werden. Bei einer Eingrenzung des Währungsrisikos auf maximal 30 Prozent ist es der Fondsgesellschaft auch gestattet, in Auslandsimmobilien weltweit zu investieren. In Bezug auf die Streuung des Vermögens wurde festgelegt, dass der Verkehrswert der Grundstücke mit einem Wert über 10 Prozent des Gesamtfondsvermögens nicht mehr als 50 Prozent des Fondsvolumens ausmachen dürfen. Für Einzelgrundstücke gilt eine 15 Prozent Grenze.<sup>288</sup> Weil viele Fonds aufgrund der hohen Mittelzuflüsse, das ihnen anvertraute Geld nicht schnell genug investieren konnten, wurde festgelegt, dass mindestens 50 Prozent des Fondsvolumens in Immobilien investiert sein muss. Dabei darf eine Investmentgesellschaft auch mehrere Sondervermögen verwalten.<sup>289</sup> Für Publikumsfonds ergibt sich hieraus, dass weder das Fondsvolumen<sup>290</sup>, noch die Zahl der im Sondervermögen befindlichen Vermögensgegenstände, noch die Zahl der Anteilhaber beschränkt ist.<sup>291</sup>

Jede Kapitalgesellschaft hat unabhängig von ihrer Rechtsform einen Aufsichtsrat einzusetzen, der aus mindestens drei Mitgliedern bestehen soll.<sup>292</sup> „Die Mitglieder des Aufsichtsrats sollen ihrer Persönlichkeit und Sachkunde nach die Wahrung der Interessen der Anteilhaber gewährleisten.“<sup>293</sup>

---

<sup>287</sup> Gem. § 2, Abs. 41 i.V.m. § 2, Abs. 6 InvG.

<sup>288</sup> Vgl. § 67 Abs. 2 und Abs. 4 InvG.

<sup>289</sup> Gem. § 6 Abs. 1 InvG.

<sup>290</sup> Bei einer ex ante nicht festgelegten Emissionshöhe spricht man von einem open-end Fonds, im Gegensatz zu closed-end Fonds, bei denen aufgrund einer fixierten Anlagesumme nur eine begrenzte Zahl von Anteile emittiert wird.

<sup>291</sup> Gem. § 43 und § 121 Abs. 1 InvG regeln die allgemeinen Vertragsbedingungen (AVB) das Rechtsverhältnis zwischen KAG und Anteilhaber. Die AVB sind dem Anteilscheinwerber gemeinsam mit dem Verkaufsprospekt und dem letzten erstellten Rechenschaftsbericht kostenlos zur Verfügung zu stellen. Handelt es sich um einen Publikumsfonds, muss die BaFin die AVB gem. § 141 Abs. 1 InvG prüfen und genehmigen. Vgl. auch Baur (1997), S. 1786 f.

<sup>292</sup> Gem. § 6 Abs. 2 und § 6 Abs. 3 InvG.

<sup>293</sup> § 6 Abs. 3 InvG.

#### 4.1.4.2 Grundstücks-Sondervermögen

Jede Kapitalanlagegesellschaft muss der interessierten Öffentlichkeit in Rechenschafts- und Halbjahresberichten über die Struktur des Grundstücks-Sondervermögens berichten.<sup>294</sup> Hierbei sind die zum Bestand des Sondervermögens „gehörenden Grundstücke und sonstigen Vermögensgegenstände unter Angabe von Grundstücksgröße, Art und Lage, Bau- und Erwerbsjahr, Gebäudenutzfläche, Verkehrswert und sonstiger wesentlicher Merkmale aufzuführen.“<sup>295</sup>

#### 4.1.4.3 Depotbank

Um den Schutz der Anlegerinteressen weiter zu stärken, wurde neben dem InvG und der BaFin die Depotbank als weitere Institution installiert.<sup>296</sup> Die Depotbank kann, anders als die Anteilinhaber, in gewissem Maße die Anlagestrategie und –politik der Investmentgesellschaft beeinflussen.<sup>297</sup> So benötigt die Investmentgesellschaft bei der Verfügung (z.B. An- und Verkauf) über zum Grundstücks-Sondervermögen gehörende Gegenstände die Zustimmung der Depotbank.

Als Kreditinstitut wird die Depotbank vom der BaFin überwacht und muss zahlreiche Voraussetzungen erfüllen.<sup>298</sup> So muss die Depotbank neben einem Sitz im Inland, über ein haftendes Eigenkapital von mindestens fünf Millionen Euro verfügen und darf personell nicht mit dem Management der Investmentgesellschaft verbunden sein. Aufgabe der Depotbank ist die Überwachung des Grundstücksbestandes, die Verwahrung der Geldbeträge und Wertpapiere des Sondervermögens sowie die Ausgabe und Rücknahme der Anteilscheine.<sup>299</sup> Die Depotbank wickelt den kompletten Zahlungsverkehr der aus dem Grundstücks-Sondervermögen entstehenden Investmentgesellschaft über separate gesperrte Konten ab.<sup>300</sup>

#### 4.1.4.4 Sachverständigenausschuss

Der nach § 77 InvG notwendige Sachverständigenausschuss muss aus mindestens drei Mitgliedern bestehen, die meist die Qualifikation eines öffentlich bestellten und

---

<sup>294</sup> Gem. §§ 24a i.V.m. 34 InvG.

<sup>295</sup> § 34 Abs. 1 InvG.

<sup>296</sup> Vgl. Jacob (1996), S. 17.

<sup>297</sup> Gem. § 31 Abs. 2 InvG.

<sup>298</sup> Gem. § 31 Abs. 9 i.V.m. §§ 12 f. InvG.

<sup>299</sup> Gem. §§ 31 Abs. 1 und 12 Abs. 1 InvG, vgl. auch Päsler (1991), S. 169 f.

<sup>300</sup> Gem. § 31 Abs. 6 und Abs. 7 InvG, vgl. Abromeit-Kremser (1986), S. 94.

vereidigten Sachverständigen zur Wertermittlung von Grundstücken innehaben.<sup>301</sup> „Die Mitglieder des Sachverständigenausschusses müssen unabhängige, zuverlässige und fachlich geeignete Persönlichkeiten mit besonderen Erfahrungen auf dem Gebiet der Bewertung von Immobilien sein.“<sup>302</sup> Die BaFin kann die Ernennung von Ausschussmitgliedern aufgrund mangelnder persönlicher oder fachlicher Eignung unterbinden und einen anderen Sachverständigen bestellen.<sup>303</sup> Dadurch soll die persönliche Unabhängigkeit der Fondssachverständigen gestärkt werden. Der Zeitraum einer erstmaligen Bestellung eines Sachverständigen beträgt sechs Jahre, kann jedoch um jeweils ein weiteres Jahr verlängert werden, falls das Bewertungshonorar des Sachverständigen aus seiner Ausschusstätigkeit „ oder aus anderen Tätigkeiten für die Kapitalanlagegesellschaft in den vier Jahren, die dem letzten Jahr des jeweils gesetzlich erlaubten Tätigkeitszeitraums vorausgehen, im Mittel 30 Prozent seiner Gesamteinnahmen nicht überschritten haben“<sup>304</sup>.

Wesentliche Aufgabe des Sachverständigenausschusses ist die jährliche Wertfeststellung der Vermögensgegenstände des Grundstücks-Sondervermögens. Auf ihr beruht die permanente Veröffentlichung der Anteilswerte, die etwa dreimal pro Monat von der Investmentgesellschaft vorzunehmen ist.<sup>305</sup>

Durch seine Pflicht zur Wertfeststellung kommt dem Sachverständigenausschuss bei der Bewertung von direkt und indirekt gehaltenen Immobilienanlagen eine besondere Bedeutung zu, da für Grundstücke und Gebäude keine unmittelbar nachvollziehbaren Gleichgewichtspreise am Markt vorliegen. Der Sachverständigenausschuss hat folglich den Verkehrswert der Grundstücke im Sinne des § 194 BauGB „mindestens einmal jährlich sowie neu zu erwerbende Grundstücke vor ihrem Erwerb“<sup>306</sup> und ihrem Verkauf zu ermitteln.<sup>307</sup> Das Gesetz stellt es Fondsgesellschaft und Sachverständigenausschuss frei, unterjährige Bewertungen durchzuführen. Dies macht Sinn insbesondere bei erheblichen Änderungen der Markt- und/oder Objektverhältnissen wie z.B. beim Neuabschluss eines Hauptmietvertrages, der

---

<sup>301</sup> Es bleibt der Kapitalanlagegesellschaft freigestellt, auch mehrere Sachverständigenausschüsse zu berufen, vgl. § 32 Abs. 1 und § 77 Abs. 1 InvG.

<sup>302</sup> § 77 Abs. 2 InvG.

<sup>303</sup> Vgl. Brunner (1994), S. 462 sowie § 77 Abs. 3 InvG und vgl. Alda (2004), S. 254.

<sup>304</sup> § 77 Abs. 2 Satz 1 InvG.

<sup>305</sup> Vgl. Holzner (2000), S. 78 f.

<sup>306</sup> § 70 Abs. 2 InvG..

<sup>307</sup> Gem. § 34 i.V.m. §§ 24a und 27 Abs. 3 bzw. 27c Abs. 2 InvG; da jede Bewertung mit Kosten für die Gesellschaft verbunden ist, wird eine Bewertung auch selten häufiger als einmal pro Geschäftsjahr durchgeführt, vgl. Reichel (2005), S. 45.

Insolvenz eines Mieters oder wesentlichen Veränderungen im Objekt. Da die Fondsgesellschaft von diesen Veränderungen als Asset Managerin und Auftraggeberin zuerst Kenntnis erhält, sollte sie den Anstoß zu einer unterjährigen Bewertung geben.

Der vom Sachverständigenausschuss ermittelte Grundstückswert stellt das Richtmaß für den zu zahlenden Preis beim Kauf oder Verkauf von Grundstücken durch das Fondsmanagement dar. Weicht der Preis wesentlich vom festgestellten Wert ab, darf das betreffende Grundstück nicht durch das Fondsmanagement erworben bzw. verkauft werden.<sup>308</sup> Trotz der von den Gutachten geforderten Realitätsnähe, verbleiben den Gutachtern Gestaltungsspielräume z.B. in Bezug auf das gewählte Bewertungsverfahren.<sup>309</sup> Im Sinne der Kontinuität des Anlageerfolges werden kurzfristige Marktpreisschwankungen durch den Sachverständigenausschuss und seine Bewertungen verzögert und gedämpft.

Seit den Unklarheiten bei der Bewertung des Vermögens des Deka-Immobilien-Fonds sind die Zweifel an den Wertgutachten der Sachverständigen lauter geworden. Wirtschaftsprüfer hatten im Herbst 2004 bei einem großen Teil der Deka-Fondsimmobilien einen erheblichen Abwertungsbedarf gegenüber jenen von den gesetzlich tätigen Sachverständigen ermittelten Werten festgestellt, da die Wirtschaftsprüfer offensichtlich kürzere Restnutzungsdauern und höhere Bewirtschaftungskosten ansetzten.<sup>310</sup> Trotz der kürzeren angenommenen Restnutzungsdauer wurde der Liegenschaftszins nicht entsprechend angepasst.<sup>311</sup> Der Liegenschaftszins wiederum wird von den lokalen Gutachterausschüssen nur sehr lückenhaft ermittelt.<sup>312</sup> Aus diesem Grund sollten die Sachverständigen die Transaktionen, die den vom Gutachterausschuss ermittelten Spannen zugrunde liegen, noch einmal analysieren. Hierbei ist vor allem die Relevanz der zugrunde liegenden

---

<sup>308</sup> Vgl. Kutscher (1997), S. 202. Kauft der Fonds eine Immobilie zu einem Preis, der niedriger ist als der Wert, den der Sachverständigenausschuss ermittelt hat, entstehen so genannte Einwertungsgewinne. Gerade in einem schwachen Marktumfeld mit sinkenden Renditen können diese Einwertungsgewinne für die Fondsgesellschaft wichtig sein. Vgl. Reichel (2004), S. 34.

<sup>309</sup> Deutsche Sachverständigenausschüsse verwenden überwiegend das Ertragswertverfahren und das Discounted Cash Flow-Verfahren, vgl. Simon (1999), S. 130 f.

<sup>310</sup> § 16 WertV legt fest, dass als Restnutzungsdauer die Zahl von Jahren anzusetzen ist, in denen die baulichen Anlagen bei ordnungsgemäßer Unterhaltung und Bewirtschaftung voraussichtlich noch wirtschaftlich genutzt werden können. D.h., dass alleine die wirtschaftliche Restnutzungsdauer und nicht die technische Restnutzungsdauer von Bedeutung ist, vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit (2005), S. 486 f.; Simon/Kleiber (1996), S. 136 f.; Morgan/Harrop (1991), S. 128 und Keunecke (1994), S. 54 f.

<sup>311</sup> Der Liegenschaftszins ist die durchschnittliche marktübliche Verzinsung des Marktwertes von Immobilien. Ändert sich die Gesamtnutzungsdauer einer Immobilie, also der Kapitalisierungszeitraum ihrer Erträge, so muss auch der Liegenschaftszins angepasst werden.

<sup>312</sup> Vgl. Reichel (2005), S. 45.



Transaktion und der dabei verwendete Liegenschaftszins für das bewertete Objekt zu hinterfragen. Darüber hinaus sollten weitere Marktdaten von Maklerhäusern, anderen Marktteilnehmern sowie evtl. eigene Datenbanken in die Ermittlung eines angemessenen Liegenschaftszinses einbezogen werden.

Liegen aufgrund der niedrigeren Transaktionsfrequenz und Markttransparenz in Deutschland keine oder nur eingeschränkt aussagekräftig dokumentierte Transaktionen in diesem Teilmarkt vor, muss der Sachverständige den Markt fingieren. Eine Studie der Investment Property Databank Ltd. in Großbritannien ergab, dass die Abweichungen zwischen Gutachterwerten und erzielten Preisen mit der wachsenden Zahl der Transaktionen und der dadurch erzielten, steigenden Transparenz geringer wurde. Während 1983 noch ein Viertel der Verkaufspreise von den Wertansätzen abwichen, traf dies 2003 nur noch auf rund zwölf Prozent der analysierten Bewertungen zu.<sup>313</sup>

LOIPFINGER kritisiert dabei die Abhängigkeit der Gutachter von der sie bestellenden Investmentgesellschaft. Um weiterhin Mitglied des Gutachterausschusses zu sein und sich durch die Gutachtertätigkeit Bezüge zu sichern, würden Gutachter bewusste Überbewertungen von fondseigenen Immobilien in Kauf nehmen bzw. auf Druck der Fondsgesellschaften Immobilien weniger stark abwerten als dies nach der Marktlage eigentlich erforderlich wäre.<sup>314</sup> Aus Sicht der Kritiker werden die zurzeit in Deutschland vielfach hohen Leerstände beim Ansatz der nachhaltig erzielbaren Miete zu wenig berücksichtigt. Die nachhaltige Miete soll dabei Untertreibungen in der Krise genauso glätten, wie überhöhte Mieten in der Boomphase. Die nachhaltig erzielbare Miete dient dem Sachverständigen als Bewertungsbasis. Da die offenen Immobilienfonds geringere Leerstände als der Gesamtmarkt aufwiesen, seien auch geringere Abschläge bei der Bewertung dieser Leerstände angemessen.<sup>315</sup>

#### 4.1.5 Zusammenfassung

Die beleuchteten Gesetze können nur eine Auswahl der für die CG-Entwicklung von Immobilienkapitalgesellschaften in Deutschland maßgeblichen Gesetze geben. Dennoch bauen alle diese Gesetze aufeinander auf und verfeinern somit das Anforderungsprofil

---

<sup>313</sup> Vgl. Reichel (2005), S. 45; wichtig ist hierbei die Tatsache, dass es in Großbritannien keine Immobilienanlagevehikel gibt, bei denen wie bei den offenen deutschen Immobilienfonds die Immobilie nur über dem vom Gutachter festgestellten Wert verkauft werden darf.

<sup>314</sup> Vgl. Loipfinger (1999), S. 53; Reichel (2005), S. 45.

<sup>315</sup> Vgl. Reichel (2005), S. 45.

an die CG deutscher Kapitalgesellschaften. Hatte das KonTraG noch die Verbesserung der Arbeit des Aufsichtsrats, der Abschlussprüfung und der Rechte der Hauptversammlung zum Gegenstand, stieß das TransPuG weitere Reformen des Aktien- und Bilanzrechts mit dem Fokus der Verbesserung der Informationsversorgung des Aufsichtsrats an. Das UMAG erleichterte Aktionärsklagen und normierte die unternehmerische Ermessensfreiheit des Vorstands. Daneben war es Teil des im Februar 2003 veröffentlichten Maßnahmenkatalogs der Bundesregierung zur Stärkung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes (sog. 10-Punkte-Programm).

#### 4.2 Institutionelle Rahmenbedingungen für Corporate Governance

Deutsche Immobilienkapitalgesellschaften arbeiten mit vielen Institutionen zusammen. Diese Institutionen haben zum einen das Ziel, z.B. mit Anlegern und Kapitalmärkten besser zu kommunizieren, oder es sind zum anderen von Kapital- und Anlegervertretern ins Leben gerufene Organisationen, die durch kritische und aufgeschlossene Überwachung, Einfluss auf Immobilienunternehmen zu nehmen suchen. Im Folgenden sollen daher die Erwartungshaltungen und Anforderungen dieser Institutionen in Bezug auf die Corporate Governance von Immobilienunternehmen näher aufgezeigt und der Stand der Diskussion erläutert werden.

##### 4.2.1 Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management

Die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) hat heute ca. 1.200 persönliche Mitglieder in Deutschland. Diese Kapitalmarktexperten repräsentieren über 400 nationale und internationale Investmenthäuser, Banken sowie Fonds- und Asset Management-Gesellschaften und bilden somit ein Netzwerk professioneller Kapitalmarktmultiplikatoren.<sup>316</sup> Die DVFA fordert von ihren Mitgliedern ein hohes Qualifikationsniveau wie z.B. ein ganzheitliches Investmentresearch und Asset Management.

Zu den Themen Corporate Governance und Immobilien wurden in der DVFA zwei Arbeitskreise gebildet, die Arbeitskreise Corporate Governance und Immobilien.

##### 4.2.1.1 Arbeitskreis Corporate Governance der DVFA

---

<sup>316</sup> Vgl. [www.dvfa.de](http://www.dvfa.de), Abrufdatum 20.2.2004.

Der Arbeitskreis Corporate Governance entwickelte im Jahr 2000 die Scorecard for German Corporate Governance (CG-Scorecard). Die Scorecard setzt an den bereits von der Grundsatzkommission Corporate Governance unter Professor Baums erarbeiteten Kritikpunkten an. Sie stellt durch die Möglichkeiten der Evaluierung der Corporate Governance-relevanten Faktoren und der Operationalisierung der Corporate Governance Grundsätze eines Unternehmens ein praxisgerechtes Analysewerkzeug für Analysten, Investoren und Unternehmen dar.<sup>317</sup>

Die Scorecard teilt die Forderungen der Grundsatzkommission in fünf durch Teilfragen operationalisierte und damit bewertbare Kriterien ein. Aus der Gewichtung dieser Kriterien wird ein Gesamtscore Corporate Governance ermittelt.<sup>318</sup> Kriterien sind hierbei:

- Das generelle Corporate Governance-Commitment/Corporate Governance Verpflichtung des betrachteten Unternehmens. Dieses wird dokumentiert durch die Abgabe der Entsprechenserklärung zum Deutschen Corporate Governance Kodex, eventuell unternehmenseigene, schriftlich fixierte Corporate Governance-Grundsätze, die Berufung eines Corporate Governance-Beauftragten (Compliance-Beauftragter), der regelmäßig an den Vorstand und den Aufsichtsrat berichtet, sowie ein Sanktionskatalog für Verstöße gegen diese Grundsätze.<sup>319</sup>
- Die Art und Weise, wie Vorgänge, die über die verbindlichen gesetzlichen Regelungen hinausgehen geregelt sind (z.B. Gleichbehandlung aller Aktionäre beim Rückkauf eigener Aktien, Akzeptanz des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission oder Stimmrechtsabgabe über das Internet).<sup>320</sup>
- Transparenz gegenüber allen Stakeholdern. Hierzu zählt, dass alle Investoren gleichberechtigt und gleichzeitig informiert werden (Fair Disclosure), wobei eine aktuelle Informationsversorgung über das Internet oder Pressemitteilungen geschehen sollte. Daneben sollten regelmäßig Analystenmeetings durchgeführt werden, Tagesordnung/ Abstimmungsergebnisse der Hauptversammlung im

---

<sup>317</sup> Vgl. Bassen/Böcking/Loistl/Strenger (2000a), S. 3 und Bassen/Böcking/Loistl/Strenger (2000b), S. 693 f.

<sup>318</sup> Vgl. Bassen/Böcking/Loistl/Strenger (2000a), S. 8.

<sup>319</sup> Vgl. Bassen/Böcking/Loistl/Strenger (2000a), S. 5.

<sup>320</sup> Vgl. Bassen/Böcking/Loistl/Strenger (2000a), S. 5.

Internet abrufbar und Publikationen zu wesentlichen Unternehmensdaten über das Internet zugänglich sein.<sup>321</sup>

- Das Kriterium Unternehmensleitung sollte die Punkte Entlohnung, Interessenskonflikte und Zusammenarbeit des Aufsichtsrates differenziert nach Vorstand und Aufsichtsrat aufgreifen. Neben der Offenlegung von z.B. an der Wertsteigerung des Unternehmens orientierten Vergütungssystemen des Vorstands (Aktienoptionsplan) und der Messung der zutreffenden Bezugsgrößen (z.B. an einem Vergleichsindex) sollte auch auf die Anzahl unternehmensunabhängiger Mitglieder im Aufsichtsrat sowie die Qualifikation der einzelnen Aufsichtsratsmitglieder eingegangen werden. Ebenso sollten Prüfungsschwerpunkte zwischen Aufsichtsrat und Abschlussprüfer vereinbart werden.<sup>322</sup>
- Das Kriterium Prüfung orientiert sich an den Bereichen des Jahresabschlusses (z.B. Bericht über das Risikomanagementsystem im Lagebericht), der unterjährigen Berichterstattung (z.B. Erstellung von aussagekräftigen Quartalsberichten inkl. Segmentberichterstattung und Ergebnis je Aktie<sup>323</sup>) und deren Prüfung sowie der Verwendung einer international anerkannten Rechnungslegung (US-GAAP, IFRS (IAS)).<sup>324</sup>

Diese fünf standardisierten Kriterien<sup>325</sup> wurden von der DVFA gewichtet, den Anwendern der Scorecard ist es aber selbst überlassen, eine eigene Gewichtung vorzunehmen und diese unternehmensspezifisch anzupassen. Diese Scorecard bietet somit Analysten die Möglichkeit, den Grad der bisher erreichten Corporate Governance des zu untersuchenden Unternehmens transparenter, quantifizierbarer und damit vergleichbarer zu machen und somit einfacher in die Modelle zur Unternehmensbewertung einfließen zu lassen. Für die Unternehmen stellt die Scorecard zum einen ein Mittel zur Selbstevaluation der Stärken und Schwächen und „objektiven“

<sup>321</sup> Vgl. Bassen/Böcking/Loistl/Strenger (2000a), S. 6.

<sup>322</sup> Vgl. Bassen/Böcking/Loistl/Strenger (2000a), S. 6.

<sup>323</sup> Ergebnis je Aktie nach DVFA/SG Standards oder IAS 33, vgl. Bassen/Böcking/Loistl/Strenger (2000a), S. 7.

<sup>324</sup> Vgl. Bassen/Böcking/Loistl/Strenger (2000a), S. 7.

<sup>325</sup> Die DVFA schlägt für die fünf Kriterien folgende Gewichtung vor: Corporate Governance-Commitment 15%, Aktionärsrechte 20%, Transparenz 20%, Unternehmensleitung 30% und Prüfung 15%, vgl. Bassen/Böcking/Loistl/Strenger (2000a), S. 5 f.

Messung<sup>326</sup> der eigenen Corporate Governance dar. Zum anderen ist sie bei regelmäßiger Anwendung und Veröffentlichung ein wertvolles Instrument für die Investors Relations (IR) Abteilung, um die Position des Unternehmens am Kapitalmarkt zu stärken und Vertrauen aufzubauen.

Kritisch muss angemerkt werden, dass eine Modifikation der von der DVFA vorgegebenen Gewichtungssätze für die einzelnen Kriterien letztendlich zu einer „subjektiven“ Messung mit nur noch bedingter Aussagekraft führt.<sup>327</sup>

#### 4.2.1.2 Arbeitskreis Immobilien der DVFA

Der Schwerpunkt, des 1999 unter der Leitung von Professor Rehkugler gegründeten Arbeitskreises Immobilien, liegt auf der Schaffung einheitlicher, international kompatibler Bewertungsstandards für Grundstücke und Gebäude sowie der Image-Verbesserung der Anlageklasse „Immobilienaktiengesellschaften“ (Immobilien-AG)<sup>328</sup>. Hierbei wurde insbesondere den Fragen nachgegangen, weshalb das Marktsegment der deutschen Immobilienaktien im europäischen Vergleich eine eher untergeordnete Rolle spielt und warum die wenigen börsennotierten Immobilienaktien oft mit einem erheblichen Abschlag in Bezug auf ihren Netto-Substanzwert (Net-Asset-Value) gehandelt werden.<sup>329</sup>

Eine Besonderheit des Finanzproduktes „Immobilienaktie“ stellt seine schwierige „faire“ Bewertung dar. So setzt die Bewertung einer Immobilienaktie zum einen ein vom Markt anerkanntes Bewertungsverfahren von Immobilien-AGs voraus. Dieses soll bei den zugrunde liegenden Immobilienwerten eine Unterscheidung zwischen gerechtfertigten, positiven und negativen Abweichungen des Aktienkurses und fundamental ungerechtfertigten, durch andere Tatsachen motivierte Marktbewegungen deutlich machen. Zum anderen wird erwartet, dass sich der durch dieses Verfahren

---

<sup>326</sup> Dies gilt natürlich nur für den Fall, dass die von der DVFA empfohlenen prozentualen Gewichtungssätze für die einzelnen Kriterien berücksichtigt wurden und damit eine Vergleichbarkeit in Bezug auf die CG-Scorecards von anderen Unternehmen gegeben ist.

<sup>327</sup> Die von der DVFA festgelegten Gewichtungssätze entsprechen laut einer empirischen Überprüfung den von den Kapitalmarktteilnehmern vorgenommenen Gewichtungssätzen in Bezug auf die Bedeutung der fünf Kriterien, vgl. DWS (2001), S. 40.

<sup>328</sup> Die Immobilienaktiengesellschaft kann, so Rehkugler, zweckmäßiger Weise definiert werden als börsennotierte Aktiengesellschaft, deren Börsenwert maßgeblich durch den Wert des eigenen Immobilienbestandes beeinflusst wird und deren Anteilsscheine Immobilienaktien sind (vgl. Rehkugler (2003), S. 4). Die Aktiengesellschaft „wurde entweder zum Zweck der Investition in Immobilien oder sonstiger immobilienbezogener Tätigkeiten gegründet oder hat ihren Gesellschaftszweck im Zeitablauf überwiegend auf den Geschäftsbereich Immobilien verlagert“, Schulte et al. (1998), S. 49 und ähnlich Scharpenack/Nack/Haub (1998), S. 660.

<sup>329</sup> Vgl. Rehkugler (2003), S. 3.

bestimmte „faire“ Preis <sup>330</sup> auch am Markt bildet und dass dort keine größeren, dauerhaften Abweichungen oder systematischen Unterbewertungen auftreten.<sup>331</sup> Die DVFA hat daher die Entwicklung eines einheitlichen Informations- und Bewertungsstandards, der sich an internationalen Grundsätzen<sup>332</sup> orientiert, vorangetrieben. Wesentliche Erkenntnisse des Arbeitskreises Immobilien werden im Folgenden kurz dargestellt.

#### 4.2.1.2.1 Immobilienaktiengesellschaft

Der Begriff Immobilienaktiengesellschaft ist in Deutschland gesetzlich nicht definiert, ebenso existieren für die Immobilien-AG in Deutschland auch keine spezifischen steuerlichen oder rechtlichen Besonderheiten gegenüber anderen Aktiengesellschaften. Diese Nicht-Spezifizierung erschwert die Performancemessung von Immobilien-AGs anhand von Indices, welche z.B. im Rahmen der Asset Allocation eines Investors wichtig sind.

Der Arbeitskreis schlägt daher eine Abgrenzung nach dem „vorrangigen Unternehmenszweck“<sup>333</sup> vor. Immobilien-AGs können danach definiert werden als „Unternehmen, deren hauptsächlicher Zweck und dominante Ertragsquelle die Entwicklung und/oder die Verwaltung von Immobilien (sowie des Angebots dazu gehöriger Dienstleistungen) darstellt“<sup>334</sup>. Ausgeschlossen sind damit rein dienstleistungsorientierte Unternehmen wie FM-Anbieter, Makler- oder Bauunternehmen, sowie Betreibergesellschaften von Immobilien (z.B. Hotels, Krankenhäuser, Seniorenresidenzen etc.).

Die Bildung von qualitativ und quantitativ sauber abgegrenzten Branchenindices wird durch die am deutschen Markt beobachtbare Mischung von Bestand- und Projektentwicklungsgeschäft bei Immobilienunternehmen erschwert. Eine klare Zuordnung der Erträge aus Projektentwicklung samt Weiterveräußerung und aus dem eigenen Immobilienbestand generierter Vermietungs- und Verpachtungserträge gestaltet

---

<sup>330</sup> Problematisch ist hierbei, dass sich aufgrund des geringen Marktvolumens nur wenige Analysten mit dem Marktsegment der Immobilienaktien beschäftigen und diese über keine einheitlichen Bewertungsmaßstäbe verfügen. Durch eine zurückhaltende Informationspolitik seitens der Immobiliengesellschaften und einen geringen Freefloat kommt es teilweise zu beträchtlichen Abweichungen zwischen Wert und Preis, vgl. Rehkugler (2003), S. 4.

<sup>331</sup> Vgl. Rehkugler (2003), S. 4.

<sup>332</sup> Auf europäischer Ebene ist hier insbesondere die European Public Real Estate Association (EPRA) zu nennen, die eine Vereinigung europäischer Immobilienunternehmen ist. Siehe Punkt 4.2.5.

<sup>333</sup> Rehkugler (2003), S. 5.

<sup>334</sup> Rehkugler (2003), S. 5-6.

sich daher schwierig.<sup>335</sup> Darüber hinaus wird die Attraktivität einer Gesellschaft wesentlich davon beeinflusst, ob es sich um eine ausgegliederte Konzerntochtergesellschaft<sup>336</sup> oder um eine konzernunabhängige, ein möglichst ertragsstarkes Immobilienportfolio aufbauende und verwaltende Gesellschaft („Portfolio“-AG) handelt.<sup>337</sup>

#### 4.2.1.2.2 Bewertung von Immobilien-AGs nach Net Asset Value

Zur Ermittlung eines „fairen“ Wertes für Immobilien-AGs hat die DVFA ihren Mitgliedern die Anwendung des Net Asset Value (NAV) als Standard empfohlen und somit einen internationalen Bewertungsstandard für Immobiliengesellschaften vorgeschlagen.<sup>338</sup> Begründet wird dies mit dem häufig vorliegenden Bestandscharakter einer Immobilien-AG, der hauptsächlich durch die nachhaltige Ertragskraft des Immobilienvermögens bestimmt wird.<sup>339</sup> Diese wiederum kommt im Marktwert des Immobilienbestandes zum Ausdruck. Nimmt man den Verkehrswert des Immobilienvermögens als Gegenwartswert des zukünftigen Einnahmen- und Ausgabenstroms, so lässt sich der Unternehmenswert aus der „Summe der einzelnen Immobilienverkehrswerte zuzüglich des Wertes anderer Vermögensgegenstände abzüglich des Gegenwertes der Schulden errechnen“<sup>340</sup>.

Der NAV kann somit definiert werden als „der Reinvermögenswert der Gesellschaft, der sich aus der Summe aller positiven und negativen Vermögenswerte eines Unternehmens ergibt, bewertet zu den am Bewertungsstichtag bestehenden Bar- bzw. Zeitwerten unter der Prämisse der Unternehmensfortführung“<sup>341</sup>. Die auf Einzelobjektebene bezogene Ermittlung der Ertragswerte und deren spätere Addition zum Reinvermögenswert des Unternehmens machen die Erfassung der „individuellen

---

<sup>335</sup> Hierzu sei angemerkt, dass der größte Teil der bestandhaltenden Immobilien-AGs aus Gesellschaften hervorgegangen ist, die ihre ursprüngliche Hauptgeschäftstätigkeit (Bergbau, Textil oder Brauerei) eingestellt haben. Siehe zur historischen Darstellung einzelner Immobilien-AGs auch Paulsen (1998).

<sup>336</sup> Hierzu können in einem Unternehmensverbund agierende Gesellschaften gezählt werden, die sich um das CREM für andere im Unternehmensverbund stehender Unternehmen kümmern, vgl. Schlag (1995), S. 64.

<sup>337</sup> Vgl. Rehkugler (2003), S. 6.

<sup>338</sup> Vgl. Rehkugler (2003), S. 19.

<sup>339</sup> In der deutschsprachigen Literatur finden sich zahlreiche Forderungen/Vorschläge, den NAV als passenden Bewertungsansatz für Bestandhaltende Unternehmen zu verwenden, siehe Cadmus (2000), S. 96; Rehkugler (2000), S. 235; Rödl&Partner (1999), S. 21; Plein (1999); Scharpenack/Nack/Haub (1998), S. 670; Haub (1998), S. 156; Schäfers/Siepmann/Stock (2002), S. 375 f.

<sup>340</sup> Rehkugler (2003), S. 17, siehe auch Schäfers/Siepmann/Stock (2002), S. 388.

<sup>341</sup> Plein (1999), S. 468-469.

Risiko-/Chancenstruktur<sup>342</sup> jeder einzelnen Immobilie möglich und lassen diese in die Gesamtaddition einfließen. Da immaterielle Vermögenswerte (Good Will, Patente, Kundenbindungen, Human Resources etc.) bei Immobilien-Bestandhaltern eine sehr geringe Rolle spielen, halten sich Synergieeffekte zwischen den einzelnen Immobilienobjekten „in sehr engen Grenzen“<sup>343</sup>. Da Erträge und Aufwendungen auf Einzelobjektebene meist gut zuzuordnen sind, empfiehlt der Arbeitskreis Immobilien der DVFA die Addition der Ertragswerte.<sup>344</sup>

Zur Berechnung des NAV schlägt die Arbeitsgruppe Immobilien-AGs der DVFA folgende zwei Varianten vor<sup>345</sup>:

Verkehrswert der Immobilien + sonstige Vermögensgegenstände zu Marktpreisen - Verbindlichkeiten	Verkehrswert der Immobilien + sonstige Vermögensgegenstände zu Marktpreisen - Buchwerte Immobilien - Buchwerte sonstiges Vermögen + Eigenkapital
= Net Asset Value	= Net Asset Value

Abbildung 3: Alternative Berechnungen des NAV

Plein weist darauf hin, dass eventuell anfallende Kosten auf der Ebene der Unternehmensleitung, die bei der Berechnung der Ertragswerte der einzelnen Immobilien nicht in Abzug gebracht wurden, vom NAV abzuziehen sind (siehe linke obere Berechnungsmethode des NAV).<sup>346</sup>

Der zweite Berechnungsansatz des NAV (siehe rechte obere Berechnungsmethode des NAV) orientiert sich an den Bilanzansätzen des Unternehmens. Durch das Abziehen der Buchwerte je ermitteltem Immobilienverkehrswert sowie aller anderen

<sup>342</sup> Plein (1999), S. 469.

<sup>343</sup> Rehkugler (2003), S. 18.

<sup>344</sup> Vgl. Rehkugler (2003), S. 18; zur Anwendung des NAV auch für nicht ausschließlich Bestands-haltende Immobilienunternehmen siehe Terhürne (1998), S. 189 f.

<sup>345</sup> Vgl. Thomaschowski/Rehkugler/Nack (2003), S. 60 f.

<sup>346</sup> Vgl. Plein (1999), S. 468; das nicht in Abzug bringen dieser kapitalisierten Overheadkosten (Verwaltungs- und Vertriebskosten) würde höhere Einnahmeüberschüsse und damit einen höheren NAV suggerieren.



Vermögenswerte, werden die stillen Reserven<sup>347</sup> je Vermögenskategorie identifiziert. Der NAV errechnet sich nun aus der Addition der stillen Reserven zum Eigenkapital.<sup>348</sup> Das im deutschen Handels- und Steuerrecht geltende Realisationsprinzip sieht vor, dass höchstens die Anschaffungs- und Herstellungskosten der einzelnen Immobilien bilanziert werden. Die tatsächlichen Markt<sup>349</sup>- bzw. Verkehrswerte spielen dabei keine Rolle, obwohl gerade sie bei der Berechnung des NAV die entscheidende Rolle spielen. Eigengenutzte Grundstücke und Gebäude sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung können dabei laut DVFA vereinfachend mit ihren Buchwerten angesetzt werden.<sup>350</sup> Schwierig ist der Ansatz von Immobilien, die sich in der Entwicklung befinden (Development-Projekte), da hier meist keine regelmäßige Bewertung stattfindet und häufig auch nicht möglich ist. Eine Näherungslösung bietet hier der Ansatz der Buchwerte der bisher angefallenen Anschaffungs- und Herstellungskosten sowie der anteiligen Entwicklungsgewinne<sup>351</sup>.

Bei der Berücksichtigung des Fremdkapitals schlägt die DVFA vor, langfristige Verbindlichkeiten mit ihrem Barwert anzusetzen.<sup>352</sup> Dies spielt insbesondere dann eine Rolle, wenn der vereinbarte Kreditzins über den gerade herrschenden marktüblichen Kreditkonditionen liegt und somit der Marktwert des Kredits über dem aufgenommenen Kreditvolumen liegt. Der NAV würde dann schrumpfen. Bei Pensionsverpflichtungen, kurzfristigem Fremdkapital und kurzfristigen Rückstellungen sieht die DVFA den Ansatz von Buchwerten als gerechtfertigt an.<sup>353</sup>

In der Theorie müsste der NAV eine Art Wertuntergrenze darstellen, da durch Synergie- und Skaleneffekte beim Management großer Immobilienbestände der Gesamtunternehmenswert höher als die Summe aller aufaddierten Immobilienverkehrswerte auf Einzelobjektenebene liegen müsste. Hierfür spricht auch,

---

<sup>347</sup> Die planmäßige Abschreibung Grundstücken und Gebäuden führt nach deutschem Recht zu Buchwerten, die nicht den Verkehrswerten entsprechen. Die dadurch entstehenden stillen Reserven sind der Bilanz bis zum Verkauf der Immobilien daher nur sehr schwer zu entnehmen. Eine periodengerechte Zuordnung der Veräußerungsgewinne ist somit nicht möglich.

<sup>348</sup> Vgl. Thomaschowski/Rehkugler/Nack (2003), S. 61; stille Reserven aus überhöhten Bilanzansätzen von Passiva können hier ebenfalls addiert werden.

<sup>349</sup> Der Begriff des Marktwertes soll hier den Ertragswertcharakter des NAV betonen.

<sup>350</sup> Vgl. Thomaschowski/Rehkugler/Nack (2003), S. 62.

<sup>351</sup> Alternativ können auch vom erwarteten Veräußerungserlös die noch anfallenden Herstellungs-, Finanzierungs- und Vertriebskosten abgezogen werden.

<sup>352</sup> Vgl. Thomaschowski/Rehkugler/Nack (2003), S. 62; in Deutschland werden langfristige Verbindlichkeiten meist mit ihrem Rückzahlungsbetrag angesetzt.

<sup>353</sup> Vgl. Thomaschowski/Rehkugler/Nack (2003), S. 62, dies stellt insbesondere für die Pensionsverpflichtungen kein Problem dar, da sie als Barwerte bilanziert werden.

dass die meisten bestandshaltenden Immobilienunternehmen neben ihrer verwaltenden Tätigkeit ihren Mietern auch Serviceleistungen (Reinigung, Überwachung etc.) anbieten. Es ist also festzuhalten, dass der NAV über den „inneren fairen“ Wert der Unternehmung umso weniger aussagt, je weiter sich der eigentliche Geschäftszweck von der Bestandshaltung in Richtung Projektentwicklung bzw. Immobilienhandel verschiebt.<sup>354</sup>

#### 4.2.1.2.3 Bewertung von Immobilien-AGs über das Unternehmensergebnis nach DVFA/SG

Da zur Unternehmensbewertung von Aktiengesellschaften häufig Multiplikatorenverfahren (z.B. Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Cashflow-Verhältnis, Enterprise-Value zu EBITD/EBIT oder Umsatz-Multiplikatoren)<sup>355</sup> herangezogen werden und diese in Deutschland meist auf dem Ergebnis nach DVFA/SG<sup>356</sup> basieren, hat die Arbeitsgruppe Immobilien entsprechende Ergänzungen für das Ergebnis nach DVFA/SG für Immobilien-AGs mit Bestandcharakter verabschiedet.<sup>357</sup> Da Finanzanalysten den Gewinn je Aktie einer Gesellschaft, sowohl im Zeitablauf als auch zwischen verschiedenen Gesellschaften vergleichbar machen wollen, muss der berechnete Gewinn je Aktie um Sondereinflüsse wie z.B. bestimmte Aufwandsrückstellungen oder Sonderposten bereinigt werden.<sup>358</sup> Hier spielt vor allem die Behandlung von Veräußerungsgewinnen eine große Rolle, die bei Industrieunternehmen mit Immobilienbesitz als atypischer Ergebnisbestandteil zu bereinigen wären.<sup>359</sup> Da Gewinne und Verluste aus Immobilienverkäufen<sup>360</sup> aber in der

---

<sup>354</sup> Vgl. Matzen (2005), S. 33f.

<sup>355</sup> Vgl. Krolle (2003), S. 36.

<sup>356</sup> Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management/Schmalenbach-Gesellschaft.

<sup>357</sup> Das Ergebnis nach DVFA/SG wird von den meisten börsennotierten Immobilien-AGs in Deutschland standardmäßig bekannt gegeben, für weitergehende Informationen zur Berechnung des Ergebnisses nach DVFA/SG der Methodenkommission der DVFA siehe DVFA (2000); Busse v. Colbe et al. (2000).

<sup>358</sup> Vgl. Krolle (1999), S. 6 und Schäfers/Siepmann/Stock (2002), S. 388.

<sup>359</sup> Vgl. Rehkugler (2000), S. 235.

<sup>360</sup> Die DVFA nimmt als Voraussetzung für eine Veräußerung an, dass der Verkauf „im Rahmen einer branchenüblichen Bestandspflege“ erfolgte, Krolle (2003), S. 39. Eine branchenübliche Bestandspflege wird angenommen, wenn eine regelmäßige Reinvestition der Veräußerungserlöse (zur Umstrukturierung, nicht aber dem systematischen Abbau des Immobilienportfolios), ein Veräußerungsvolumen unter 5% des Verkehrswertes des gesamten Immobilienbestandes pro Geschäftsjahr und ein überwiegend durch Nettomieteinnahmen (nach Abzug von Nebenkosten) beeinflusster Unternehmensgewinn vorliegt, vgl. Krolle (2003), S. 39.

Regel zur gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von Immobilienunternehmen<sup>361</sup> zählen und einen zum Teil erheblichen Einfluss auf das Gesamtergebnis einer Immobilien-AG haben, ist unter immobilienökonomischen Gesichtspunkten eine vollständige Bereinigung abzulehnen. Zur Ermittlung des Periodengewinns wurden daher die folgenden Empfehlungen seitens der DVFA vorgeschlagen:

- Veräußerungsgewinne/-verluste<sup>362</sup> stellen bei Immobilienunternehmen mit Bestandscharakter einen typischen Ergebnisbestandteil dar und sind daher im Ergebnis nach DVFA/SG nicht herauszurechnen.
- Nach § 6b EStG neutralisierte Buchgewinne durch Abschreibungen oder durch Einstellungen in den Sonderposten mit Rücklageanteil, sind zu bereinigen.
- Um eine mehrfache Erfassung im DVFA/SG-Ergebnis<sup>363</sup> zu vermeiden, ist das Jahresergebnis um in früheren Jahren entstandene Buchgewinne aus Abschreibungen nach § 6b EStG zu bereinigen.
- Eventuell im DVFA/SG-Ergebnis enthaltene Buchgewinne sind separat auszuweisen.
- Gewinne und Verluste aus dem Verkauf selbst genutzter Immobilien sind zu eliminieren.

Das DVFA/SG-Ergebnis kann trotz der genannten Ergänzungen bei Immobilienunternehmen nur bedingt den tatsächlichen Periodengewinn abbilden. „Gewinnbestandteile aus der gerade für Immobiliengesellschaften bedeutsamen Bildung stiller Reserven beispielsweise aus Verkehrswertsteigerungen werden aufgrund der GoB nur unzureichend korrigiert“<sup>364</sup>. Das Ergebnis nach DVFA/SG stellt somit eine wenig aussagekräftige, stark schwankende geschäftsjahresbezogene Kennzahl in Bezug auf einen dauerhaft erzielbaren Gewinn dar. Fraglich ist, wie die Empfehlungen bei Immobilien-AGs umgesetzt werden, die, meist steuerlich bedingt, einen großen Teil ihres Grundvermögens in einem komplexen Netzwerk von Beteiligungs- und Objektgesellschaften halten.<sup>365</sup>

---

<sup>361</sup> Die DVFA unterscheidet hier bewusst nicht zwischen Wohn- und Gewerbeimmobilien. Maßgeblich ist der durch den Verkauf herbeigeführte Steuerungseffekt des Immobilienportfolios, vgl. Krolle (2003), S. 39.

<sup>362</sup> Hierbei handelt es sich ausschließlich um den Verkauf von nicht eigen genutzten Immobilien.

<sup>363</sup> Hiermit ist vor allem die Auflösung stiller Reserven gemeint.

<sup>364</sup> Krolle (2003), S. 41.

<sup>365</sup> Vgl. Haritz (2001), S. 54.

#### 4.2.1.2.4 Bewertung des Immobilienvermögens

Wie bereits gezeigt wurde, kommt dem Net Asset Value bei der Bewertung von Immobilien-AGs eine herausragende Rolle zu. Um den NAV „richtig“ berechnen und interpretieren zu können, müssen die zur Ermittlung der Verkehrswerte angewendeten Bewertungsverfahren bekannt und nachvollziehbar sein. Da diese neben ihren Stärken und Schwächen zum Teil auch erhebliche Gestaltungsspielräume bieten, ist eine detaillierte Kenntnis der Vor- und Nachteile der verschiedenen Bewertungsmethoden unabdingbar.<sup>366</sup> Der Arbeitskreis Immobilien-AGs gibt dabei keiner der national und international verwendeten Bewertungsmethoden einen eindeutigen Vorzug, sondern weist auf die jedem einzelnen Verfahren spezifischen, immanenten Prämissen und Schwächen hin. Dennoch stellt die DVFA fest, „Wertgutachten sollten vorrangig auf dem Ertragswertverfahren basieren und die Frage der Nachhaltigkeit von Mieterträgen in Abhängigkeit von der Dauer laufender Verträge, von erwarteten Marktentwicklungen und vom baulichen Zustand der Objekte besondere Beachtung schenken“.<sup>367</sup> Die Berücksichtigung von erwarteten Transaktionskosten beim häufig rechnerisch angenommenen Verkauf der Immobilien am Ende der Laufzeit bleibt ebenso unbeantwortet wie die Frage der Bewertung von Portfolioeffekten.

Großen Wert legt die Arbeitsgruppe auf die Nachvollziehbarkeit und Überprüfbarkeit der den Bewertungsverfahren zugrunde liegenden Annahmen, sowie regelmäßige, am besten jährliche, durch Sachverständige, externe, unabhängige Berater oder qualifizierte unternehmensinterne Personen durchgeführte glaubwürdige Bewertungen.<sup>368</sup>

Bei der Bewertung von Immobilien unterscheidet die DVFA zwei Ansätze:

Der Bottom-Up-Ansatz geht von einer Addition der Verkehrswerte der einzelnen Immobilien aus. Dies setzt voraus, dass dem Analysten detaillierte Informationen, am besten die von der Gesellschaft angenommenen Verkehrswerte, vorliegen.<sup>369</sup> Sind die Verkehrswerte aus den Angaben im Geschäftsbericht der Gesellschaft nicht ersichtlich, muss ein möglichst „korrekter“ NAV durch eine plausible Wertermittlung erfolgen. Diese verlangt Transparenz in Bezug auf die Zusammensetzung des Portfolios, die Standorte, entsprechende Nutzflächen und Nutzungsarten u.v.m. Um

---

<sup>366</sup> Vgl. Schulz-Wulkow (2003), S. 75.

<sup>367</sup> Thomaschowski/Rehkugler/Nack (2003), S. 63 f.

<sup>368</sup> Vgl. Schulz-Wulkow (2003), S. 96.

<sup>369</sup> Vgl. Thomaschowski/Rehkugler/Nack (2003), S. 63 f.

Fehlbewertungsrisiken zu vermeiden und den Umfang und die Qualität der Informationen zu steigern, hat die DVFA einen Publizitätskatalog erarbeitet.

Der Top-Down-Ansatz (Kapitalisierung der Mieteinnahmen) ermöglicht eine Ermittlung des NAV, auch wenn die Ertragswerte der einzelnen Immobilien nicht bekannt sind. Durch die aus den Immobilien erzielten Mieteinnahmen lässt sich unter Ansatz eines Kapitalisierungszinssatzes der Gesamtwert des Immobilienbestandes errechnen.<sup>370</sup> Dieses Verfahren bietet sich besonders bei großen, homogenen Immobilienbeständen an, wie sie etwa bei Wohnungsunternehmen vorkommen. Problematisch ist dabei die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes. Hierzu schlägt die DVFA vor, auf Marktübersichten der Maklerverbände zurückzugreifen.

Insgesamt lassen sich für dieses Verfahren mehrere Nachteile aufführen:

- Die Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes insbesondere bei Immobilienbeständen mit heterogenen Nutzungen und unterschiedlichen regionalen Ausprägungen ist sehr schwierig und wohl nur näherungsweise möglich.
- Ein evtl. möglicher schlechter Bauzustand bzw. Instandhaltungstau ist aus den aktuellen Mieteinnahmen nur zum Teil abzulesen und birgt daher die Gefahr einer Fehlbewertung.
- Die evtl. Vermietung von zurzeit leer stehenden Flächen kann nicht in die Berechnung einbezogen werden.
- Die Restlaufzeiten der Mietverträge und der damit latent vorhandene Anpassungsdruck (nach oben und nach unten) an das herrschende Marktmietniveau kann bei der Berechnung nicht berücksichtigt werden.

Durch die Einführung der IFRS/IAS-Richtlinien für börsennotierte Kapitalgesellschaften seit dem 1. Januar 2005 bekommen IAS-spezifische Immobilienbewertungsregelungen Bedeutung. Da IAS/IFRS, anders als das HGB, die Offenlegung der Verkehrswerte von Grundstücken und Gebäuden verlangen, ist mit einer verbesserten Transparenz zu rechnen. So legt vor allem der IAS-Standard 40 (IAS 40) für „Investment Properties“<sup>371</sup> fest, dass für alle vom Unternehmen nicht selbst genutzten Unternehmensgrundstücke ein „fair value“ bzw. um evtl. Abschreibungen

---

<sup>370</sup> Vgl. Thomaschowski/Rehkugler/Nack (2003), S. 67.

<sup>371</sup> Vgl. Thomaschowski/Rehkugler/Nack (2003), S. 64 und Schäfers/Siepmann/Stock (2002), S. 389 f.

verminderte Anschaffungs- oder Herstellungskosten zu ermitteln und anzusetzen sind.<sup>372</sup> Aus dem Anhang muss für Dritte klar ersichtlich sein, wie die angenommenen Marktwerte ermittelt wurden. Die Ermittlung des NAV einer börsennotierten Immobiliengesellschaft wird also durch die Einführung von IAS/IFRS erheblich erleichtert.

Der eigentliche Wert des NAV-Konzeptes besteht in der Tatsache, dass zwischen dem Markt-(Verkehrs-)wert eines Immobilienvermögens und dem Wert der daran eigentumshaltenden Immobiliengesellschaft ein Bezug hergestellt werden kann. Neben dem aktuellen Wert des Immobilienbestandes können Sondereinflüsse herausgerechnet werden und somit ein recht exaktes Bild der Vermögenslage der Gesellschaft gezeichnet werden.

Der große Nachteil lag in der Vergangenheit indes in der zurückhaltenden Publizitätsfreudigkeit von deutschen Immobiliengesellschaften, die eine „faire“ Berechnung des Immobilienwertes und damit eine „faire“ Bewertung der Gesellschaft als Ganzes durch einen Analysten nur bedingt zuließen.

#### 4.2.2 Bundesverband Investment und Asset Management e.V.

Der Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI) wurde 1970 gegründet und setzt sich heute aus Kapitalanlage- und Vermögensverwaltungsgesellschaften, Finanzdienstleistern in Form der Finanzportfolioverwaltung, Holding-Gesellschaften und Verbänden zusammen. Der Verband sieht sich als zentrale Interessenvertretung der Investmentbranche in Deutschland, pflegt den Dialog mit der Bundesregierung, dem deutschen Parlament, europäischen Institutionen sowie den zuständigen Aufsichtsbehörden. Darüber hinaus steht der Verband im ständigen Austausch mit nationalen und internationalen Verbänden und Organisationen. Dabei hat der BVI das Ziel, attraktive und international wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für seine Mitglieder und deren Anleger zu schaffen und zu erhalten.<sup>373</sup> Das Vertrauen der Anleger und der Öffentlichkeit soll dabei durch eine Stärkung der Verlässlichkeit, Integrität und Transparenz der Kapitalanlagegesellschaften gesteigert werden.

---

<sup>372</sup> Nicht selbst genutzte Immobilien werden mit als Kapitalanlage gehaltenen Immobilien sogenannte Renditeliegenschaften gleichgesetzt. Hinzu kommen Baulandreserven.

<sup>373</sup> Vgl. BVI (2004a), S. 6.

Durch seine Rolle als „Verbandsorgan“ der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften und insbesondere der offenen deutschen Immobilienfonds und seinen Immobilienausschuss, spielt der BVI für die deutsche Immobilienwirtschaft eine große Rolle. Umso wichtiger ist daher die Initiative des BVI zu bewerten, eigene Wohlverhaltensregeln für Kapitalanlagegesellschaften und damit die offenen Immobilienfonds zu verabschieden, um dadurch das Vertrauen in das Anlageinstrument offener Immobilienfonds zu stärken. Der BVI sieht in den Wohlverhaltensregeln „einen Standard guten und verantwortungsvollen Umgangs mit dem Kapital und den Rechten der Anleger“<sup>374</sup>. Dabei präzisieren die Wohlverhaltensregeln, „wie die Kapitalanlagegesellschaften den Verpflichtungen gegenüber Anlegern nachkommen und wie sie deren Interessen Dritten gegenüber vertreten“<sup>375</sup> sollen.

Auch wenn die gesetzlichen Regelungen für KAGen (u.a. InvG, KWG, KonTraG und WPHG) einen engen und klar definierten Rahmen für Immobiliengeschäfte vorgeben, so sieht der BVI im Corporate Governance Kodex der deutschen Immobilienwirtschaft der Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V. „die Voraussetzung für eine Annäherung der anderen Immobilienunternehmen an die bereits operative Praxis der KAGen und damit einen wesentlichen Beitrag zur Stärkung der positiven öffentlichen Wahrnehmung von Immobilienunternehmen.“<sup>376</sup>

#### 4.2.3 Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft

Die im März 2002 gegründete Initiative „Professionalisierung der Corporate Governance der deutschen Immobilien- und Bauwirtschaft“<sup>377</sup> führte zum ersten Mal hochkarätige Praktiker und Wissenschaftler zusammen. Maßgebliche Treiber waren hierbei der Stiftungslehrstuhl Immobilienökonomie der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL<sup>378</sup> unter der Leitung von Professor Karl-Werner Schulte sowie die Personalberatung Heidrick&Struggles. Ein Beirat aus Immobilienpraktikern und Akademikern definierte verschiedene Themenfelder und kam zum Entschluss, den gerade verabschiedeten Cromme-Kodex an die Belange der Immobilienwirtschaft anzupassen. Daneben sollte das Thema Corporate Governance in der

---

<sup>374</sup> BVI (2004b), S. 2.

<sup>375</sup> BVI (2004b), S. 2.

<sup>376</sup> BVI (2004d), S. 1 f.

<sup>377</sup> Vgl. o.V. (2003a), S. 1 f.

<sup>378</sup> Heute ist der Stiftungslehrstuhl Immobilienökonomie ein Teil des Department of Real Estate, das die Stiftungslehrstühle für Immobilienökonomie, Immobilien-Projektentwicklung und Stadtplanung unter seinem Dach vereint. Hinzu kommt eine gesponserte Gastprofessur, die jedes Jahr neu besetzt wird.

Immobilienwirtschaft stärker nach außen getragen werden und durch gezielte Öffentlichkeits- und Weiterbildungsarbeit verbessert werden.

Um die Initiative „Professionalisierung der Corporate Governance der deutschen Immobilien- und Bauwirtschaft“ auf eine breitere finanzielle wie personelle Basis zu stellen, wurde im September 2002 der Verein „Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V.“ (im Folgenden Initiative genannt) gegründet.<sup>379</sup>

Der Initiative traten bisher über 70 renommierte Immobilienunternehmen und Persönlichkeiten der Immobilienwirtschaft bei.<sup>380</sup>

Neben der Anpassung des Cromme-Kodex an die Besonderheiten von börsennotierten Immobilienkapitalgesellschaften, will die Initiative weitere spezifische Regelwerke schaffen, die die jeweilige Rechtsform und gesetzliche Spezialregelungen berücksichtigen. Für privat gehaltene Immobiliengesellschaften und Konzernverbände<sup>381</sup> erarbeitet die Initiative spezifische und die jeweilige Rechtsform berücksichtigende Regelwerke. Weiter sind Arbeitsgruppen zu den Themen Rating, Transparenz, Compliance und Treuhandvermögen gebildet worden.

Bereits kurz nach Vereinsgründung legte eine Arbeitsgruppe die „Grundsätze ordnungsmäßiger und lauterer Geschäftsführung der Immobilienwirtschaft“<sup>382</sup> vor. Diese „10 Gebote“ stellen den ersten Code of Conduct für alle deutschen Immobilienunternehmen unabhängig von ihrer Rechtsform dar. Er beschreibt Sachverhalte wie die Qualifikation der Unternehmensleitung und der Mitglieder von Aufsichts- und Beratungsgremien, die Regelung von Interessenkonflikten, die sachgemäße Bewertung des Immobilienvermögens und eine glaubwürdige Informationspolitik.<sup>383</sup> Gerade auf Grund der Regelungsdichte in Deutschland ist es sinnvoll, branchenweite Grundsätze in konzentrierter und leicht verständlicher Form zu Papier zu bringen und damit im Sinne der Selbstregulierung tätig zu werden. Der große

---

<sup>379</sup> Der Gründungsvorstand der Initiative war mit folgenden Mitgliedern besetzt: Herrn Dr. Eckart John von Freyend (Vorstandsvorsitzender der IVG AG), den beiden stellvertretenden Vorsitzenden Herrn Jürgen Ehrlich (ehemals Vorstand des Immobilienfondsgesellschaft DIFA AG) und Herrn Werner Knips (Partner Heidrick&Struggles) sowie den beiden Beisitzern Professor Dr. Karl-Werner Schulte (Lehrstuhlinhaber an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL und geschäftsführender Gesellschafter der ebs IMMOBILIENAKADEMIE GmbH) sowie Herrn Dolf Weber (vormals Partner Clifford Chance), vgl. <http://www.immo-initiative.de/initiative/vorstand.shtml>.

<sup>380</sup> Eine Mitgliederliste kann unter <http://www.immo-initiative.de/initiative/mitglieder.shtml> abgerufen werden.

<sup>381</sup> Hierbei ist besonders das Verhältnis von Konzernmüttern zu ihren immobilienhaltenden Töchtern von Interesse.

<sup>382</sup> Die Grundsätze können unter <http://www.immo-initiative.de/kodex/grundsätze.pdf> heruntergeladen werden.

<sup>383</sup> Vgl. Schulte (2003a), S. 41.



Zuspruch und der schnell gewachsene Teilnehmerkreis der Initiative der deutschen Immobilienwirtschaft beweisen, dass Immobilienunternehmen die Formulierung, Einrichtung und tagtägliche Umsetzung derartiger Grundsätze und Leitlinien für wichtig und sinnvoll erachten.<sup>384</sup>

#### 4.2.4 European Public Real Estate Association

Durch die Arbeit der European Public Real Estate Association (EPRA) hat die europaweite Vergleichbarkeit von Immobilien-AGs große Fortschritte gemacht.<sup>385</sup> Ebenso wie die DVFA hat die EPRA in ihren „Best Practice Policy Recommendations“ den in ihr organisierten Mitgliedern (Immobilien-AGs, Finanzanalysten, Berater und Institutionelle Investoren), Vorschläge gemacht für die Bereiche Bewertung und Rechnungslegung (Accounting and Valuation Principles), Darstellung der Rechnungslegung<sup>386</sup> (Presentation of accounts), Anhang und zusätzliche Offenlegung (Notes and additional disclosure) sowie weitere bedenkenswerte Empfehlungen (Draft recommendations).<sup>387</sup> Diese Vorschläge sind für die Investor Relations-Arbeit der Unternehmen von großer Bedeutung.<sup>388</sup>

Die EPRA plädiert dafür, den „NAV sowohl als Wert nach „going concern“ als auch im Sinne eines „Break-up value“ unter Angabe der Berechnungsmethodik“<sup>389</sup> anzugeben, wobei anfallende Steuerbelastungen und vom Verkäufer zu entrichtende Transaktionskosten bei zukünftigen Veräußerungen einbezogen werden sollen. Dies kann auf zwei Arten geschehen. Zum einen über einen sofortigen Steuer- und Kostenabzug, zum anderen über eine Verteilung der Steuern und Kosten über einen angemessenen Zeitraum.<sup>390</sup> Eine detaillierte Aufschlüsselung des NAV für die einzelnen Immobilienobjekte wird von der EPRA nicht verlangt, allerdings sollten objektspezifische Daten wie Lage, vermietbare Fläche, Immobilientypus, Vermietungsstand/Belegungsrate, Kauf- bzw. Fertigstellungsdatum und die Eigentumsverhältnisse angegeben werden.<sup>391</sup> Darüber hinaus werden regional und sektorspezifische Daten zur Fläche, der durchschnittlichen Miete, dem Betriebsergebnis,

---

<sup>384</sup> siehe auch Kapitel 4.3.

<sup>385</sup> Vgl. Breuer (2004), B4.

<sup>386</sup> Hierunter sind Anmerkungen zur Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Cash-Flow-Rechnung gemeint.

<sup>387</sup> Vgl. EPRA (2004).

<sup>388</sup> Vgl. Breuer (2004), B4.

<sup>389</sup> Thomaschowski/Rehkugler/Nack (2003), S. 72.

<sup>390</sup> Vgl. Thomaschowski/Rehkugler/Nack (2003), S. 72.

<sup>391</sup> Vgl. Thomaschowski/Rehkugler/Nack (2003), S. 72.

dem Cash Flow, den Leerstandsraten, Mietvertragslaufzeiten und der Mieterstruktur verlangt.<sup>392</sup>

Für Analysten und potentielle Investoren wichtige Hinweise zu den Unternehmensverbindlichkeiten sollen nach Buchwerten und „fair values“ aufgeschlüsselt werden. Daneben sollen Angaben zum Unternehmensleitbild, der aktuellen und zukünftigen Unternehmensstrategie, Markteinschätzung und zur eigenen Positionierung des Unternehmens in diesem Markt, zu Unternehmensbeteiligungen, Entscheidungsstrukturen sowie Vergütungen von Management und Aufsichtsrat gemacht werden.<sup>393</sup>

Die EPRA versucht durch ihre Anforderungen den Informationswünschen von Investoren und Analysten Rechnung zu tragen und bildet somit einen wichtigen Beitrag zur Steigerung der Transparenz und Vergleichbarkeit der verschiedenen europäischen Immobiliengesellschaften. Ein von EPRA eigens eingerichtetes „Best Practices Committee“ nimmt Anregungen und Verbesserungsvorschläge der Mitglieder und interessierter Dritter auf, prüft ihre Umsetzbarkeit insbesondere im Rahmen von IAS/IFRS und lässt sie in die Best Practices Policy Recommendations einfließen. Darüber hinaus werden jedes Jahr alle Geschäftsberichte der EPRA-Mitgliedsunternehmen auf ihre Übereinstimmung mit den EPRA Standards überprüft und bewertet. Durch die anschließende Verleihung des Best Annual Report Awards wird außerordentliche Transparenz belohnt.

#### 4.2.5 European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles

Die European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles (INREV) ist die Interessenvertretung/der Verband der institutionellen nicht börsennotierten Immobilien-vehikel in Europa. INREV wurde 2003 in Amsterdam gegründet und arbeitet als Non-Profit Organisation. INREV zählt zur Zeit 200 Mitglieder, darunter 47 Institutionelle Investoren mit einem Immobilienvermögen von rund 100 Mrd. Euro.<sup>394</sup>

In einer Umfrage, die INREV unter 22 institutionellen Großanlegern und 36 Fondsmanagern bisher zum ersten Mal durchgeführt hat, bezeichnen 29% der befragten Großanleger die Corporate Governance in der Branche als nicht ausreichend, wünschen sich mehr Kontrolle über das Fondsmanagement und verweisen darauf, dass sie bei

---

<sup>392</sup> Vgl. Thomaschowski/Rehkugler/Nack (2003), S. 72.

<sup>393</sup> Vgl. Thomaschowski/Rehkugler/Nack (2003), S. 72.

<sup>394</sup> Vgl. INREV (2006), S. 1.

Misserfolgen nicht die Möglichkeit haben, den Verantwortlichen abzuverufen. Dies wäre durch eine No-Fault-Clause in den Vertragsbedingungen möglich. Darüber hinaus wünschen sich 90%, dass die Fondsmanager/die Fondsgesellschaft eigenes Geld in die von ihr betreuten Produkte investiert und 75% bevorzugen die Übertragung von Kontrollrechten an die Fondszeichner. Ebenfalls bemängelt wird der Mangel an Transparenz und Informationen. INREV arbeitet aus diesem Grund an einem Branchenstandard für nicht börsennotierte Fonds.<sup>395</sup>

#### 4.2.6 Royal Institution of Chartered Surveyors

Die Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) in London ist mit ihren weltweit über 110.000 professionellen Mitgliedern wohl die bedeutendste Vereinigung von Immobilienberufen weltweit. Die 1868 gegründete RICS sieht sich als Standesvertretung der „property profession“ in Großbritannien und nimmt mit ihren Rules of Conduct eine Vorreiterrolle in der Durchsetzung berufsethischer Normen ein. Heute steht der „Chartered Surveyor“ im übertragenen Sinne für den qualifizierten Immobilienexperten mit hohen fachlichen und ethischen Standards.

In ihren Grundsätzen versteht sich die RICS als die öffentlich anerkannte Autorität in allen Bereichen der Begutachtung und des Eigentums, der Nutzung, der Entwicklung und des Managements von Immobilien in Großbritannien.<sup>396</sup>

Die RICS definiert ihre Rolle wie folgt:

- “Promote the knowledge and skills of chartered surveyors and the services that they offer.
- Maintain high standards of qualification for membership of the RICS.
- Maintain high standards of professional conduct.
- Ensure the continuing development of the knowledge and skill base of chartered surveyors.“<sup>397</sup>

Durch die Gründung der European Society of Chartered Surveyors (ESCS) und zahlreicher nationaler Verbände – wie z.B. dem 1993 gegründeten RICS Deutschland e.V. – gelang es der RICS, ihre hohen Standards auf andere Länder zu übertragen. Quasi

---

<sup>395</sup> Leykam (2005), S. 6.

<sup>396</sup> „The RICS is committed to being the publicly recognised authority on all aspects of surveying and the ownership, occupation, development and management of property in the UK and to expand its recognition worldwide“, RICS (2006), S. 2 f.

<sup>397</sup> RICS (2006), S. 2 f.

alle Bereiche der deutschen Immobilienwirtschaft sind bei RICS Deutschland durch verschiedene Abteilungen, den so genannten Faculties, vertreten. Von den 16 möglichen Faculties, die von der RICS für die Landesverbände vorgesehen werden, haben sich sechs (Dispute Resolution, Construction, Commercial Property, Planning and Development, Residential Property und Valuation) durch Mitglieder von RICS Deutschland konstituiert.<sup>398</sup>

Ausdrückliche Ziele der RICS sind u.a. die Wahrung der hohen Qualifikationsstandards der Mitglieder sowie die Einhaltung ihres Verhaltenskodex. So entwickelt und prüft die RICS weltweit Aus- und Weiterbildungsprogramme und überwacht die Einhaltung des Verhaltenskodex, den sog. Rules of Conduct. Dieser Kodex enthält ethische Grundsätze, die jeder Chartered Surveyor einhalten muss.<sup>399</sup>

Die Rules of Conduct<sup>400</sup> verpflichten jeden Chartered Surveyor, im Interesse seines Auftraggebers, seines Arbeitgebers sowie der Öffentlichkeit zu handeln. Um dies zu garantieren, müssen sich Chartered Surveyors daher

- integer und ehrenhaft verhalten,
- fair und offen gegenüber ihren Kunden sein,
- jegliche Interessenskonflikte offen darlegen,
- mit der gebotenen Vertraulichkeit agieren und
- die ihnen von Kunden anvertrauten Vermögenswerte schützen.

Die Mitglieder der RICS sind in allen Bereichen der Immobilienwirtschaft tätig und befassen sich mit dem gesamten Lebenszyklus der Immobilie. Bei der Ausübung ihrer beruflichen Tätigkeit haben Chartered Surveyors

- ihren Auftrag fristgerecht, professionell und sorgfältig auszuführen,
- ihr berufliches und geschäftliches Fachwissen auf dem neuesten Stand zu halten,
- ihre Aufträge in Übereinstimmung mit den einschlägigen Richtlinien der RICS/RICS Deutschland durchzuführen,
- ihre Kunden zeitnah und umfassend zu informieren sowie
- eine angemessene Berufshaftpflichtversicherung abzuschließen.<sup>401</sup>

---

<sup>398</sup> RICS Deutschland e.V. wurde 1993 gegründet und hatte Ende 2005 etwa 950 Mitglieder.

<sup>399</sup> Vgl. RICS (2006).

<sup>400</sup> Vgl. RICS (2006).

<sup>401</sup> Vgl. RICS (2006).

Das Kontrollsystem besteht neben einer Beschwerdestelle aus einer Untersuchungskommission und einer Schiedsinstanz. Untersuchungen werden seitens der RICS in Beschwerdefällen aber auch stichprobenartig durchgeführt. Eine Beratungsabteilung steht den Mitgliedern der RICS in unklaren Fällen von Fragen des fallweise richtigen Verhaltens zur Verfügung.

Darüber hinaus existieren Disciplinary Procedures, die von Disziplinar-Ausschüssen angewandt werden, um Regelverletzungen zu ahnden. Das Sanktionierungssystem zeichnet sich durch drei Instanzen aus, die je nach Schwere des Fehlverhaltens unterschiedliche Sanktionen gegen Mitglieder ergreifen können. Diese reichen von einer formalen Verwarnung bis zu einem dauerhaften Ausschluss aus der Institution. Die getroffenen Sanktionsmaßnahmen werden nicht nur innerhalb der RICS durch unterschiedliche Medien publiziert, sondern auch in der regionalen und überregionalen Presse veröffentlicht. Die Aberkennung des Titels durch eine Sanktionsmaßnahme bedeutet mehr als den Verlust eines Wettbewerbsvorteils; sie kommt eher einem „Berufsverbot“ gleich.

Die hohe Reputation der Chartered Surveyors in Großbritannien und weltweit hat aus der Berufsbezeichnung ein Gütesiegel gemacht, das immer stärker zur Voraussetzung für einen Markterfolg wird.

Die theoretischen Anforderungen an Verhaltenskodices zeigen, dass die Rules of Conduct der RICS den aufgezeigten Anforderungen an einen Kodex sehr gut gerecht werden und somit einen wichtigen Beitrag zu einer Standesethik leisten.

#### 4.2.7 Zusammenfassung

Die vorangegangenen Punkte haben gezeigt, dass eine Vielzahl von Institutionen auf die Gestaltung von Corporate Governance Rahmenbedingungen für die deutsche Immobilienwirtschaft Einfluss nimmt. Die in der Vergangenheit unternommenen Anstrengungen zur Gründung eines immobilienwirtschaftlichen Dachverbandes, der die gesamte deutsche Immobilienwirtschaft repräsentieren und einheitliche Corporate Governance Richtlinien verabschieden könnte, haben noch zu keinem Durchbruch geführt.<sup>402</sup> Sie zeigen, wie schwierig und zeitaufwendig sich eine solche Institutionalisierung gestalten kann. Die Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft macht hierbei deutlich, dass eine Einigung auf wesentliche

---

<sup>402</sup> Im Sommer 2005 scheiterte die Zusammenführung der Bündelungsinitiative in der Deutschen Immobilienwirtschaft und des Instituts der Deutschen Immobilienwirtschaft, vgl. Bomke (2005), S. 2.

Verhaltensregeln und eine immobilienpezifische Anpassung allgemeingültiger Corporate Governance Rahmenbedingungen möglich ist und vom Markt gewünscht wird.<sup>403</sup>

#### 4.3 Corporate Governance Kodex für die deutsche Immobilienwirtschaft

Der im Folgenden dargestellte Corporate Governance Kodex für die deutsche Immobilienwirtschaft<sup>404</sup> basiert auf dem am 26. Februar 2002 erstmals von der durch die Bundesministerin der Justiz berufenen Regierungskommission Corporate Governance vorgelegten Corporate Governance Kodex („Cromme-Kodex“).

##### 4.3.1 Zielsetzung

Ziel des „Cromme-Kodex“ war es, insbesondere ausländischen, mit deutschen Gepflogenheiten weniger vertrauten Investoren und Analysten kurz und bündig zu erklären, „wie eine deutsche Aktiengesellschaft funktioniert oder funktionieren soll.“<sup>405</sup>

Da der Kodex „Strahlungswirkungen auf Wettbewerb um Eigenkapital hat, sollten auch diejenigen, die für ihr eigenes Unternehmen aus dem Kodex keine Anregungen entnehmen können, dem Kodex den Respekt und die Unterstützung nicht versagen“.<sup>406</sup>

Die Initiative plant den Kodex entsprechend den Anpassungen bzw. Änderungen der Cromme-Kommission, einmal jährlich zu überarbeiten und ihn dabei auch an nationale und internationale Entwicklungen anzupassen. Es ist allerdings davon auszugehen, dass dem deutschen Corporate Governance Kodex mehr eine Kommunikations- als Regelungsfunktion zukommen wird.<sup>407</sup>

Die bereits erwähnte Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft hat diesen bereits bestehenden Cromme-Kodex an die besonderen Bedürfnisse von börsennotierten und zur zukünftigen Börsennotierung vorgesehene Immobilienkapitalgesellschaften angepasst und damit versucht, die internationale Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Immobilienwirtschaft verbessern. Ziele sind erhöhte Professionalität (Vermittlung von immobilienpezifischem Management-

---

<sup>403</sup> Ehrlich weist darauf hin, dass die Bündelungsinitiative die Arbeit der Initiative Corporate Governance aktiv unterstützt und das Ziel verfolgt, die sehr heterogene deutsche Immobilienwirtschaft mit einer Stimme sprechen zu lassen. Zu diesem Zweck will man mit den verschiedenen Verbänden zu gemeinsamen Handlungsweisen kommen, vgl. Ehrlich (2005), S. 10.

<sup>404</sup> Der hier vorgestellte Kodex datiert vom September 2005 und ist unter [http://www.immo-initiative.de/kodex/kodex\\_kapital.shtml](http://www.immo-initiative.de/kodex/kodex_kapital.shtml) abrufbar.

<sup>405</sup> Peltzer (2003), S. 31, Rn. 13, vgl. auch Claussen/Bröcker (2002), S. 1200.

<sup>406</sup> Claussen/Bröcker (2002), S. 1200.

<sup>407</sup> Peltzer (2003), S. 31.

wissen), besseres Risikomanagement und größere Transparenz (insbesondere auf dem Gebiet der fortlaufenden und aktuellen Immobilienbewertung), die Regelung von Interessenkonflikten und eine wachsende Fachqualifikation der Geschäftsführung sowie der Mitarbeiter. Die Zielgruppe sind auch kleinere und mittlere Immobilienunternehmen, die besonders mit diesen typischen Problemfeldern zu kämpfen haben.

Da nur wenige Immobilienkapitalgesellschaften an einem geregelten Markt (SDAX, MDAX, DAX usw.) notiert sind und damit die Selbstverpflichtungserklärung nach §161 AktG für diese Gruppe nicht greift, empfiehlt die Initiative, dass alle ihre Mitglieder den „Immobilien-Kodex“ im Tagesgeschäft wie auch für Rechnungslegung und Berichterstattung anwenden und, wie vom Gesetzgeber für große Kapitalgesellschaften verlangt, eine Entsprechenserklärung in ihren Geschäftsbericht aufnehmen sollen. In dieser Entsprechenserklärung stellen die Unternehmen dar, welche Vorgaben des „Immobilien-Kodex“ sie nicht angewendet haben und was die Gründe für diese Abweichung sind. Diese Entsprechenserklärung soll zum einen dafür sorgen, dass der „Immobilien-Kodex“ in der Immobilienwirtschaft tatsächlich gelebt und zum anderen, dass die Vertrauens- und Imagebildung gegenüber dem Kapitalmarkt und den Geschäftspartnern gestärkt wird.

Durch die Besetzung des Vorstands der Initiative mit namhaften und exponierten Vertretern der Immobilienbranche<sup>408</sup> und einem Vorsitzenden, der selbst aus der Immobilienwirtschaft kommt und in ihr stark verankert ist, war dem Immobilienkodex von Beginn an eine breite Wahrnehmung und Akzeptanz in der deutschen Immobilienwirtschaft sicher. Durch die Mitgliedschaft der „wichtigsten Unternehmen“<sup>409</sup> und Institutionen der Immobilienwirtschaft in der Initiative wurde die „kritische Masse“ schnell erreicht.<sup>410</sup> Einen weiteren Schub könnte die Einführung von REITs in Deutschland darstellen.<sup>411</sup>

---

<sup>408</sup> Siehe Fn. 379.

<sup>409</sup> Schiller (2003), S. 40.

<sup>410</sup> Vgl. Schiller (2003), S. 40.

<sup>411</sup> Vgl. Interview Weber

Mit Dr. Eckart John von Freyend<sup>412</sup>, dem Vorstandsvorsitzenden der IVG AG<sup>413</sup>, der zur Zeit größten deutschen börsennotierten Immobilienaktiengesellschaft, und Jürgen Ehrlich<sup>414</sup>, einem seit über 50 Jahren in der deutschen Immobilienwirtschaft und hier besonders auf dem Gebiet der offenen Immobilienfonds und der Verbandsarbeit tätigen Manager, wurden bekannte und profilierte Immobilienpersönlichkeiten in den Vorstand berufen. Die beiden wichtigsten Vertreter der deutschen Immobilienbranche, die Immobilienaktiengesellschaften und die offenen Immobilienfonds waren somit in der Initiative vertreten und damit auch die Ziele Ausgewogenheit und Repräsentanz erreicht. Wie bei der Cromme-Kommission ist in der Initiative kein Regierungsvertreter oder Politiker vertreten.<sup>415</sup> Die Initiative unterstreicht damit die selbstregulierenden Kräfte der deutschen Immobilienwirtschaft.<sup>416</sup>

#### 4.3.2 Aufbau

Der Immobilien-Kodex unterscheidet sich vom Cromme-Codex dahingehend, dass eine eigene Präambel für die Immobilienwirtschaft eingefügt und Paragraphen mit immobilienpezifischen Themen durch ein „i“ modifiziert wurden. Der Kodex ist in sieben Abschnitte unterteilt: Präambel, Aktionäre und Hauptversammlung, Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat, Vorstand, Aufsichtsrat, Transparenz und Rechnungslegung und Abschlussprüfung.<sup>417</sup> Die von der Kommission und der Initiative gegebenen Empfehlungen sind im Text durch die Verwendung des Wortes „soll“ gekennzeichnet.<sup>418</sup> Weicht die Gesellschaft von dieser Empfehlung ab, ist sie gem. § 161 AktG verpflichtet, in der Entsprechenserklärung den Abweichungsgrund dafür jährlich offen zu legen.<sup>419</sup>

---

<sup>412</sup> Der Lebenslauf von Dr. Eckart John von Freyend ist unter [http://www.ivg.de/de/187\\_188.htm](http://www.ivg.de/de/187_188.htm) abrufbar.

<sup>413</sup> Die IVG AG ist mit einem Anteil von 17,66% der größte Einzelwert im deutschen Immobilienindex DIMAX des Bankhauses Ellwanger & Geiger (E&G). Die Marktkapitalisierung der IVG AG betrug am 30.6.2004 rund 1,19 Mrd. Euro, vgl. [http://www.privatbank.de/web/home.nsf/VCO/VSIN-59XEBA/\\$file/dimlist.pdf](http://www.privatbank.de/web/home.nsf/VCO/VSIN-59XEBA/$file/dimlist.pdf). Die Aktie der IVG AG ist darüber hinaus im MDAX, EuroStoxx, EPRA/NAREIT Index, E&G EPIX, GPR 15 Europe/GPR General und im Salomon Smith Barney World Equity Index Property gelistet, vgl. [http://www.ivg.de/de/content\\_306.html](http://www.ivg.de/de/content_306.html).

<sup>414</sup> Der Lebenslauf von Jürgen Ehrlich ist unter <http://www.realebstate.de/content/redner/ehrlich.html> abrufbar.

<sup>415</sup> Vgl. Seibert (2002), S. 582.

<sup>416</sup> Vgl. Schiller (2003), S. 40; Schulte (2003a), S.41; Schulte (2003b), S. 6f. und Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 1 f.

<sup>417</sup> Vgl. Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 2-20.

<sup>418</sup> Vgl. Seibert (2002), S. 582 f.

<sup>419</sup> Ringleb/v. Werder (2003), S. 21, Rn. 37.



„Weiche“ Anregungen, von denen ohne Offenlegung abgewichen werden kann, werden im Kodex mit den Begriffen „sollte“ oder „kann“ umschrieben.<sup>420</sup> „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 betreffen, wird der Begriff „Unternehmen“ statt „Gesellschaft“ verwendet.“<sup>421</sup>

Zum besseren Verständnis werden einzelne immobilienpezifische Paragraphen des Kodex in Fettschrift wiedergegeben und im Anschluss kommentiert.<sup>422</sup> Die im Cromme-Kodex vorgegebene Reihenfolge wurde, wie auch die Bezeichnungen der Kapitel und Unterpunkte, zur besseren Orientierung des Lesers beibehalten.

#### 4.3.2.1 Präambel

##### **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-gesellschaften“), im Folgenden sachgerecht ergänzt. Die Ergänzungen gelten 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: „Immobilien-unternehmen“).**

**Die entsprechende Anwendung wird auch für andere Unternehmensformen – soweit möglich- im Immobiliengeschäft empfohlen.**

**Die für das Unternehmen im Immobiliengeschäft wichtigen Ergänzungen der Grundsätze zur Unternehmensführung und –kontrolle sind durch den Hinweis „i“ und durch Fettdruck hervorgehoben.**

---

<sup>420</sup> Vgl. Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 3 f.

<sup>421</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 4.

<sup>422</sup> Die immobilien-spezifischen Paragraphen sind, wie bereits erwähnt, mit einem „i“ versehen. Nur diese werden nachfolgend schriftlich dargestellt.

**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.“<sup>423</sup>**

Die recht umständliche Definition des Erkenntnis-, Anwendungsobjektes (Immobilien-gesellschaft) spiegelt die bereits dargestellte schwierige Abgrenzung der verschiedenen Typen von Immobilienunternehmen wieder. Um möglichst alle relevanten Immobilienunternehmen einzubeziehen, wurde der Terminus Immobilien-gesellschaft für Unternehmen gebraucht, „die das Immobiliengeschäft betreiben“<sup>424</sup>, also nach unserer Definition aus Kapitel 1 als Property Companies, aber auch als Non-Property Companies bezeichnet werden können. Der in der Präambel verwendete Begriff Immobilienunternehmen für Gesellschaften, bei denen der Dienstleistungsgedanke stärker im Vordergrund steht, charakterisiert Property related companies.

Auch wenn der Kodex, aufgrund seines geringen Änderungsbedarfs zum Cromme-Kodex, ursprünglich „für börsennotierte und zur künftigen Börsennotierung vorgesehene Aktiengesellschaften“<sup>425</sup> verfasst wurde, kann er für alle Immobilienkapitalgesellschaften, wie sie zu Beginn dieser Arbeit definiert wurden, Anwendung finden.

Der besondere, auf die Belange deutscher Immobilienkapitalgesellschaften abgestellte Kodex erfüllt mehrere Funktionen:<sup>426</sup>

Die Kommunikationsfunktion des Kodex verfolgt das Ziel, den Immobilienstandort Deutschland und die an diesem Standort tätigen Immobilienunternehmen für in- und ausländische Investoren attraktiver zu machen.<sup>427</sup> Der Kodex soll insbesondere ausländischen Investoren und Interessenten<sup>428</sup> die Grundzüge des deutschen Corporate Governance-Modells<sup>429</sup> verständlich machen und die über mehrere Gesetze

---

<sup>423</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 4 f.

<sup>424</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 4.

<sup>425</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 4.

<sup>426</sup> Zu den Kodexfunktionen vergleiche auch v. Werder (2002), S. 801f. und Schüppen (2002), S. 1117.

<sup>427</sup> Vgl. Schiller (2003), S. 40.

<sup>428</sup> Der Kodex wurde neben englisch auch ins spanische, französische und italienische übersetzt, vgl. <http://www.corporate-governance-code.de>

<sup>429</sup> Hier ist vor allem das deutsche Two-Tier-Modell zu nennen, das eine institutionelle Trennung von Leitung (Vorstand) und Überwachung/Kontrolle (Aufsichtsrat) vorsieht, gemeint. Im internationalen Vergleich ungewöhnliche Aspekte wie die deutsche Mitbestimmung kommen hinzu.

„verstreuten“ Vorschriften „einheitlich und verständlich in kompakter Form darzustellen“<sup>430</sup>. Durch eine klarere Darstellung der oft als unklar empfundenen deutschen Corporate Governance-Strukturen können gerade in der kapitalintensiven Immobilienwirtschaft die Finanzierungskosten sinken.<sup>431</sup>

Mit einer Ordnungsfunktion setzt der Kodex Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung, indem er national und international erprobte und bewährte „Best Practices“ aufgreift und in einem Dokument zusammenführt.<sup>432</sup> Neben den gesetzlichen Vorschriften gibt der Kodex Empfehlungen für Sachverhalte, bei denen das deutsche Aktienrecht Spielräume oder offene Fragen lässt.<sup>433</sup> Ein Kodex ist in solchen Fällen zwingendem Recht überlegen, weil er flexibel ist und Druck vom Gesetzgeber nimmt „zu detaillierte und letztlich unvernünftige Regulierungen vornehmen zu müssen.“<sup>434</sup>

Durch die Befolgung des Kodex wird es insbesondere kleineren Immobilienkapitalgesellschaften möglich sein, zeit- und geldaufwändige Investor Relations Veranstaltungen zurückzufahren. Die Umsetzung des Kodex kann mit relativ geringem Aufwand betrieben werden.<sup>435</sup>

4.3.2.2 Aktionäre, Gesellschafter, Hauptversammlung und Stimmrechtsvertreter  
Das erste Kapitel des Kodex widmet sich den Aktionären und erläutert deren Rechte und Zuständigkeiten sowie die Durchführung der Hauptversammlung. Interessant ist hierbei, dass die Cromme-Kommission den Aktionären durch ihre frühe Nennung innerhalb des Kodex einen größeren Stellenwert einräumt als der Gesetzgeber. Dieser behandelt das Thema Aktionäre und Hauptversammlung<sup>436</sup> im AktG erst nach dem Vorstand (§§ 76 bis 94 AktG) und dem Aufsichtsrat (§§ 95-116 AktG). Insgesamt enthält das Kapitel Aktionäre und Hauptversammlung fünf Empfehlungen und zwei Anregungen, die sich alle mit der Durchführung der Hauptversammlung und der Informationsversorgung der Aktionäre beschäftigen.<sup>437</sup>

---

<sup>430</sup> Seibert (2002), S. 581.

<sup>431</sup> Vgl. Schiller (2003), S. 40 und Schulte (2003b), S. 8.

<sup>432</sup> Vgl. Schiller (2003), S. 40; Schulte (2003a), S.41; Schulte (2003b), S. 6 f. und Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 1 f.

<sup>433</sup> Vgl. Peltzer (2002), S. 10.

<sup>434</sup> Seibert (2002), S. 581.

<sup>435</sup> Vgl. Claussen/Bröcker (2002), S. 1201.

<sup>436</sup> Siehe §§ 118 bis 147 AktG.

<sup>437</sup> Hier insbesondere die stärkere Nutzung von modernen Kommunikationsmedien wie dem Internet, um z.B. Stimmrechts- oder Hauptversammlungsrelevante Unterlagen online abrufen oder auch „live“-Übertragung der Hauptversammlung, vgl. Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), Tz. 2.3.2, 2.3.3 und 2.3.4 auf S. 6 f.

Neben der Internetveröffentlichung der Hauptversammlungsunterlagen (z.B. Geschäftsbericht) schlägt der Kodex in Tz. 6.8 die Veröffentlichung der Unterlagen in englischer Sprache vor.<sup>438</sup> Tz. 2.3.2 setzt einen Vorschlag der Baums-Kommission um.<sup>439</sup> Diese hatte mit Blick auf die wachsende Zahl ausländischer Investoren und Anleger überlegt, wie man diese einfacher über die Einberufung der Hauptversammlung informieren könnte.<sup>440</sup> Folglich schlägt der Kodex vor, dass der Aktionär die Übersendung der Einberufung zur Hauptversammlung und der Einberufungsunterlagen per Email verlangen kann.<sup>441</sup>

Tz. 2.3.3 befasst sich mit aktionärsfreundlichem Verhalten. Dies kann durch aktive IR mit telefonischer oder elektronischer „Hotline“ für Anlegerfragen, „die Einrichtung von Hinterlegungsstellen im Ausland“<sup>442</sup> oder die weitreichende Bereitstellung von Unternehmensunterlagen (z.B. Gesellschaftssatzung) über das Internet erreicht werden. Darüber hinaus wird die Einrichtung eines schriftlichen und/oder elektronischen proxy votings<sup>443</sup> vorgeschlagen.<sup>444</sup> Daneben kann das Unternehmen, wie auch schon von der Baums-Kommission angeregt<sup>445</sup>, Links zu Aktionärsvereinigungen wie z.B. der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz auf ihre Internetseite setzen.

Eine mögliche „virtuelle“ Teilnahme an der Hauptversammlung macht vor dem Hintergrund steigender IR- und PR-Veranstaltungen, eines breit gestreuten Aktionärskreises und einer in den letzten Jahren ständig sinkenden Teilnehmerpräsenz durchaus Sinn.<sup>446</sup>

Der Kodex setzt fest, dass im deutschen Aktienrecht keine Mehrstimmrechtsaktien, Vorzugsstimmrechte („golden shares“) und Höchststimmrechte vorkommen sollen, also das angloamerikanische Prinzip „one share one vote“<sup>447</sup> in Deutschland gelebt wird.<sup>448</sup>

---

<sup>438</sup> Nach den gesetzlichen Bestimmungen muss die Einberufung der Hauptversammlung in den Gesellschaftsblättern (z.B. Bundesanzeiger, Handelsblatt oder Börsenzeitung) bekannt gemacht werden. Diese gehören aber nicht immer zur regelmäßigen Lektüre der in- und ausländischen Anleger.

<sup>439</sup> Siehe Baums (2001), Rn. 86, S. 125 f.

<sup>440</sup> Neben der Veröffentlichung der Einberufung zur Hauptversammlung im Bundesanzeiger (siehe Fn. 438) müssen nach § 125 AktG die Depotbanken die betroffenen Aktionäre über die Hauptversammlung informieren.

<sup>441</sup> Es reicht auch aus, wenn die Email einen Link zur Internetseite der Gesellschaft enthält, über den die notwendigen Unterlagen abgerufen werden können.

<sup>442</sup> Kremer (2003a), Rn. 219, S. 76.

<sup>443</sup> Beim proxy voting wird dem Aktionär ein weisungsgebundener Stimmrechtsvertreter zur Verfügung gestellt, der via Brief, Fax, Email oder Internet erreichbar ist.

<sup>444</sup> Kremer weist auf den mit dieser Maßnahme verbundenen sehr hohen Aufwand hin, vgl. Kremer (2003a), Rn. 222, S. 76.

<sup>445</sup> Vgl. Baums (2001), Rz. 123, S. 154.

<sup>446</sup> Vgl. Claussen/Bröcker (2002), S. 1201.

<sup>447</sup> Vgl. § 12 AktG. Schon das KonTraG hatte das Verbot von Mehrstimmrechten zum Ziel, vgl. o.V. (1998a), S. 1.

„Die Einräumung von Einfluss ohne korrespondierendes Anteilseigentum entspricht nicht den Erwartungen des Kapitalmarktes und schwächt die Eigentümerkontrolle.“<sup>449</sup> Für ausländische Kapitalmarktteilnehmer ist diese Aussage des Kodex wichtig, zeigt sie doch, dass „mitgliedschaftliche Kapitalbeteiligung und Stimmrecht parallel laufen“<sup>450</sup> und einem Aktionär das Stimmrecht nicht gegen seinen Willen entzogen werden kann.

#### 4.3.2.3 Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat

Die Ziffer 3.1 des Kodex wiederholt die der deutschen dualen Unternehmensverfassung zugrunde liegende Forderung einer engen Zusammenarbeit der Organe Aufsichtsrat und Vorstand. Dieser explizite Hinweis ist wichtig, da diese Zusammenarbeit in der Praxis nicht immer stattfindet. Oft werden dafür „die betriebliche und die Aufsichtsratsmitbestimmung und die zu hohe Zahl der AR-Mitglieder [...], die Fehlnutzung des AR als „Old-Boys-Network“ oder die Kundenpflege auf aktienrechtlichem Niveau benannt“.<sup>451</sup> Bei kleinen und mittleren Kapitalgesellschaften dürfte dieses Problem weniger wichtig sein, da die personellen und persönlichen Bindungen und dementsprechend auch die Zusammenarbeit zwischen den beiden Organen enger sind als in einer großen Gesellschaft.<sup>452</sup>

Ziffer 3.1 wurde von der Initiative erweitert und präzisiert. Ziffer 3.1.i lautet:

**„Vorstand und Aufsichtsrat in Konzernobergesellschaften sollen die Führung der Geschäfte von abhängigen Gesellschaften, insbesondere hinsichtlich der Immobilienaktivitäten, sorgfältig überwachen.“**<sup>453</sup>

Mit dieser Formulierung trägt die Initiative Ereignissen wie der Insolvenz des Baukonzerns Philipp Holzmann oder der Schieflage der Bankgesellschaft Berlin Rechnung.<sup>454</sup> In beiden Fällen waren die Führungsorgane nicht ausreichend über die Aktivitäten der Untergesellschaften informiert bzw. nahmen offensichtliche Risiken billigend in Kauf. Der Kodex fordert also, dass Vorstände und Aufsichtsräte von Konzernobergesellschaften sich ihrer Verantwortung bewusst sein sollen, insbesondere

---

<sup>448</sup> Siehe Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), Tz. 2.1.2, S. 6 und vgl. Claussen/Bröcker (2002), S. 1201.

<sup>449</sup> O.V. (1998a), S. 12.

<sup>450</sup> Kremer (2003a), S. 58.

<sup>451</sup> Claussen/Bröcker (2002), S. 1201.

<sup>452</sup> Vgl. Claussen/Bröcker (2002), S. 1201.

<sup>453</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 8, Ziffer 3.1.i.

<sup>454</sup> Vgl. Schulte (2003a), S. 41.

bei Immobiliengeschäften von Untergesellschaften, die „von ihrer Größenordnung her über die Größenordnung normaler laufender Geschäfte in Tochtergesellschaften hinausgehen“<sup>455</sup>. Hier sollten für die in Ziffer 3.3.i genannten Sachverhalte Schwellenwerte festgelegt werden, bei deren Überschreitung eine besondere Überwachung einsetzt.<sup>456</sup>

Für große, aber insbesondere auch kleine Kapitalgesellschaften gilt, nach Ziffer 3.2, dass es Aufgabe des Vorstands ist, die strategische Ausrichtung des Unternehmens festzulegen, mit dem Aufsichtsrat abzustimmen und mit diesem „in regelmäßigen Abständen den Stand der Strategieumsetzung“<sup>457</sup> zu erörtern.

Geschäfte von grundlegender Bedeutung, „hierzu gehören Entscheidungen oder Maßnahmen, die die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage des Unternehmens grundlegend verändern“<sup>458</sup>, sind von der Initiative in Ziffer 3.3.i präzisiert worden und lauten nun:

**„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[.]“<sup>459</sup>**

Mit dieser Spezifizierung von besonders zu beobachtenden Immobiliengeschäften leistet der Kodex einen wichtigen Beitrag. Gerade die Themen Immobilienbewertung, Immobilienan- und verkäufe, sowie Projektentwicklungen bilden das Kerngeschäft der meisten Immobilienunternehmen und den größten Hebel, um Werte zu schaffen oder zu vernichten. Die Frage, wie die Schwellenwerte, ab denen diese Geschäfte dem Aufsichtsrat gemeldet werden müssen, festgelegt werden müssen, wird dabei abhängig gemacht von der Unternehmensgröße, z.B. Umsatz oder Bilanzsumme.<sup>460</sup>

Ziffer 3.4 stellt die Bedeutung angemessener und ausreichender gegenseitiger Information fest: Voraussetzung für eine offene und zielführende Diskussion zwischen Vorstand und Aufsichtsrat ist die angemessene und „ausreichende

---

<sup>455</sup> Interview Weber

<sup>456</sup> Vgl. Interview Weber, Anhang S. 295.

<sup>457</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 8, Ziffer 3.2.

<sup>458</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 8, Ziffer 3.3.

<sup>459</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 8, Ziffer 3.3.i.

<sup>460</sup> Vgl. Interview Weber

Informationsversorgung“<sup>461</sup>. Nur eine umfassende und schriftliche Berichterstattung des Vorstands gibt dem Aufsichtsrat im Vorfeld die Möglichkeit, die meist komplexen Zahlenwerke zu prüfen und auszuwerten und nur so kann der Aufsichtsrat seiner Beratungs- und Kontrollfunktion gerecht werden. Der Aufsichtsrat muss sich also nicht auf die Informationsbereitschaft des Vorstandes verlassen, sondern muss dessen Berichtspflichten dezidiert in der Geschäftsordnung festhalten und entsprechend einfordern.<sup>462</sup> Wichtig ist hierbei, dass Aufsichtsratsmitglieder auch über eigene Informationsquellen, wie z.B. branchenspezifische Erfahrungen und Netzwerke, verfügen.<sup>463</sup>

Der Kodex fordert eine enge Zusammenarbeit zwischen Vorstand und Aufsichtsrat, sowie offene und intensive Diskussionen innerhalb des Aufsichtsrats (Ziffer 3.5). Vertraulichkeit und Verschwiegenheit sind für den Aufbau einer offenen Diskussionskultur „von entscheidender Bedeutung“.<sup>464</sup> „Niemand darf und will offen informieren, wenn er damit rechnen muss, dass vertraulich gegebene Informationen weiterbefördert werden“<sup>465</sup>.<sup>466</sup>

Beim viel diskutierten Thema „Verteidigungsmaßnahmen des Vorstands bei Übernahmeangeboten“ betont Ziffer 3.7 des Kodex „die Rechte der Aktionäre und macht klar, dass nach Bekanntgabe eines Übernahmeangebots keine Handlungen außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsverkehrs erlaubt sind, durch die der Erfolg des Angebotes verhindert werden könnte“.<sup>467</sup>

---

<sup>461</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 8, Ziffer 3.4.

<sup>462</sup> Vgl. Claussen/Bröcker (2002), S. 1202.

<sup>463</sup> Die Frage der Interessenkollision, durch eine AR-Mitgliedschaft in einem Konkurrenzunternehmen, dürfte in der Immobilienbranche, nicht einfach zu vermeiden sein. Insofern ist es gut, dass der Kodex in Ziffer 5.4.2 nur von „wesentlichen Wettbewerbern“ spricht, vgl. auch Claussen/Bröcker (2002), S. 1202.

<sup>464</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 8, Ziffer 3.5.

<sup>465</sup> Claussen/Bröcker (2002), S. 1202.

<sup>466</sup> Die Frage wie sich Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat bei Interessen- und Loyalitätskonflikten, z.B. bei betriebsbedingten Kündigungen, Werksschließungen oder Produktionsverlagerungen zu verhalten haben, werden im Kodex ebenso wenig beantwortet wie aus Schweigepflichtverletzungen resultierende Schadensersatzansprüche gegen Aufsichtsratsmitglieder, vgl. Claussen/Bröcker (2002), S. 1202.

<sup>467</sup> Claussen/Bröcker (2002), S. 1201.

#### 4.3.2.4 Vorstand

Der Vorstand fungiert als Leitungsorgan und ist „das unternehmerische Initiativ- und Entscheidungszentrum der Gesellschaft“<sup>468</sup>. Er legt die strategische Ausrichtung des Unternehmens fest und sorgt für ihre Umsetzung.

##### 4.3.2.4.1 Aufgaben und Zuständigkeit

In Ziffer 4.1.1 definiert der Kodex, dass der Vorstand „in eigener Verantwortung“ handelt und dabei sowohl „an das Unternehmensinteresse gebunden“ wie auch „der Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes verpflichtet“ ist.<sup>469</sup> Somit greift der Kodex die gesetzlichen Regelungen der §§ 76, 93 AktG auf, enthält sich aber weiterer Konkretisierungen oder gar Empfehlungen.

Es fällt auf, dass der Kodex hier nicht die Erarbeitung von Unternehmensleitlinien oder geschäftspolitischen Grundsätzen verlangt, wie sie noch in der Entwurfsfassung des Kodex gefordert worden war.<sup>470</sup> Der Kodex verweist lediglich in Tz. 3.8 Satz 1 auf die Regeln ordnungsgemäßer Unternehmensführung, an die der Vorstand hierbei gebunden ist.

In Satz 2 der Ziffer 4.1.1 stellt der Kodex die Bindung des Vorstands an das Unternehmensinteresse sowie seine Verpflichtung zur Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes explizit heraus. Hierbei ist darauf hinzuweisen, dass der Vorstand sein Handeln nicht nur nach dem Interesse des Aktionärs, sondern des gesamten Unternehmens, also auch der Stakeholder (Eigentümer, Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten, Öffentlichkeit etc.) auszurichten hat. Der Kodex hat also die in Deutschland vorherrschende Stakeholder-Orientierung aufgenommen.<sup>471</sup> Wie ein solches Unternehmensinteresse im Einzelnen aussehen könnte, lässt der Kodex offen.

Auch der Hinweis auf die Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes setzt in gewisser Weise einen Kontrapunkt zur kurzfristigen Ausrichtung des US-amerikanischen Kapitalmarktes und erteilt dem Shareholder-Ansatz eine Absage.<sup>472</sup> Um welche Form des nachhaltigen Unternehmenswertes es sich allerdings handelt bzw. wie dieser zu ermitteln ist, lässt der Kodex ebenfalls offen. Da diese Formulierungen für

---

<sup>468</sup> Von Werder (2004), S. 5.

<sup>469</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 10, Ziffer 4.1.1.

<sup>470</sup> Hiermit ist der Entwurf des Deutschen Corporate Governance Kodex vom 13.12.2001 gemeint, der am 18.12.2001 auf der Webseite der Cromme-Kommission [www.corporate-governance-code.de](http://www.corporate-governance-code.de) veröffentlicht wurde.

<sup>471</sup> Vgl. Berrar (2001), S. 27 f. und Kapitel 2.1.1.2.2.

<sup>472</sup> Vgl. Claussen/Bröcker (2002), S. 1202.



ausländische Investoren tendenziell abschreckend sind, besteht hier ein Widerspruch zur Absicht, deren Interesse am deutschen Immobilienmarkt zu wecken.

Ziffer 4.1.2 des Kodex unterstreicht die unternehmerische Initiative, die vom Vorstand einer Gesellschaft ausgehen muss. Er soll und muss die Unternehmensgeschichte inhaltlich prägen und damit verantworten. So ist es seine Aufgabe, die strategische Ausrichtung des Unternehmens zu entwickeln und die Grundrichtung der Unternehmensaktivitäten vorzuzeichnen. Hierbei hat der Vorstand die Satzungsvorgaben zum Unternehmensgegenstand<sup>473</sup> und das in Ziffer 4.1.1 bereits erwähnte Unternehmensinteresse zu berücksichtigen und sich mit dem Aufsichtsrat abzustimmen.

#### 4.3.2.4.2 Zusammensetzung und Vergütung

Ziffer 4.2.1 verlangt, dass der Vorstand mit mehreren Personen besetzt sein sollte und diese einen Sprecher bzw. Vorsitzenden bestimmen. Diese Forderung dürfte bei kleineren Vorständen (zwei bis drei Personen), wie sie in der Immobilienwirtschaft häufig vorkommen, nur bedingt auf Zustimmung stoßen, da „diese besondere Herausstellung einer Person die Zusammenarbeit“<sup>474</sup> der Vorstandsmitglieder stören und für den Vorsitzenden problematisch sein kann.

Der Aufsichtsrat hat gemäß § 87 AktG dafür Sorge zu tragen, dass die Vorstandsbezüge<sup>475</sup> „in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des Vorstandsmitglieds und zur Lage der Gesellschaft stehen“<sup>476</sup>. Verstößt der Aufsichtsrat gegen diese Pflicht können ihm aus §§ 116 und 93 AktG Schadensersatzansprüche erwachsen.

#### 4.2.i

**„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**

---

<sup>473</sup> Vgl. § 23 Abs. 3 Nr. 2 AktG.

<sup>474</sup> Claussen/Bröcker (2002), S. 1202.

<sup>475</sup> Hierbei sind Gehalt, Gewinnbeteiligungen, Aufwandsentschädigungen, Versicherungsentgelte, Provisionen und Nebenleistungen jeder Art sowie Ruhegehalt, Hinterbliebenenbezüge und Leistungen verwandter Art gemeint, siehe § 87 Abs. 1 AktG.

<sup>476</sup> § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG.

**mindestens ein Mitglied des Vorstands besondere Kenntnisse oder ausreichende Erfahrungen im Immobiliengeschäft aufweisen.“<sup>477</sup>**

Ziffer 4.2.i unterstreicht die Wichtigkeit der Merkmale immobilienwirtschaftlicher Ausbildung und Erfahrungsschatz bei Immobiliengeschäften für Vorstände von Immobiliengesellschaften. Hierbei hat der Kodex nicht nur die klassische, alleine am Markt agierende Immobiliengesellschaft vor Augen, sondern auch immobilienwirtschaftlich tätige Konzerntöchter. Hier sollte<sup>478</sup> in der kontrollierenden Konzernobergesellschaft „mindestens ein Vorstandsmitglied über besondere Kenntnisse oder ausreichende Erfahrungen im Immobiliengeschäft verfügen“<sup>479</sup>. Exemplarisch genannt sei hier „die Deutsche Bank, wo seit 25 Jahren kein Vorstandsmitglied mehr Immobilienwissen gehabt hat“<sup>480</sup>.

Ziffer 4.2.2 nimmt das Kriterium der Angemessenheit der Vorstandsbezüge, das vom Gesetzgeber nicht weiter konkretisiert wird, auf und schreibt fest, dass der Aufsichtsrat aufgrund einer Leistungsbeurteilung die Höhe der Vorstandsvergütung festlegen soll. In dieser Leistungsbeurteilung sollen als „Kriterien für die Angemessenheit der Vergütung [...] insbesondere die Aufgaben des jeweiligen Vorstandsmitglied, seine persönliche Leistung, die Leistung des Vorstands sowie die wirtschaftliche Lage, der Erfolg und die Zukunftsaussichten des Unternehmens unter Berücksichtigung seines Vergleichsumfelds“<sup>481</sup>, Berücksichtigung finden.

Die Gesamtvergütung der Vorstandsmitglieder soll sich aus fixen und variablen Bestandteilen zusammensetzen „und insgesamt angemessen sein“.<sup>482</sup> Die variablen Vergütungsbestandteile sollen insbesondere „Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter enthalten“<sup>483</sup>, also z.B. Aktienoptionen oder vergleichbare Instrumente (Phantom Stocks, ESOPs u.a.) enthalten<sup>484</sup>. Der Aufsichtsrat muss dabei die Angemessenheit sowohl jeder einzelnen als auch aller Vergütungskomponenten insgesamt prüfen.<sup>485</sup>

---

<sup>477</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 10, Ziffer 4.2.i.

<sup>478</sup> Kann-Vorschrift

<sup>479</sup> Interview Weber.

<sup>480</sup> Interview Weber.

<sup>481</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 10, Ziffer 4.2.2.

<sup>482</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 11, Ziffer 4.2.3.

<sup>483</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 11, Ziffer 4.2.3.

<sup>484</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 11, Ziffer 4.2.3.

<sup>485</sup> Vgl. Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 11, Ziffer 4.2.3.

In jüngerer Zeit spielen bei der Diskussion um angemessene Vorstandsvergütungen sogenannte Anerkennungsprämien bzw. Appreciation Awards, die gemäß § 87 AktG unter die Gesamtbezüge fallen, eine größere Rolle. Hierbei handelt es sich um eine nachträgliche Heraufsetzung der individuellen Vorstandsbezüge für in der Vergangenheit bereits geleistete Dienste. Deren Angemessenheit ist besonders zu begründen.<sup>486</sup>

Um dem Gebot der Transparenz zu entsprechen, verlangt der Kodex in Ziffer 4.2.4 die Veröffentlichung der Vorstandsvergütungen „im Anhang des Konzernabschlusses aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung“.<sup>487</sup> Die individuelle Veröffentlichung der Vergütungen nach Vorstandsmitgliedern wurde von der Kodexkommission nur als „Sollte-Vorschrift“ vorgegeben, was vor allem von Aktionärsvertretern kritisiert wird.

In diesem Zusammenhang soll auf das Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (VorstOG) hingewiesen werden, welches im Juni bzw. Juli 2005 von Bundestag und Bundesrat verabschiedet wurde. Das VorstOG sieht vor, dass Vorstände von börsennotierten Aktiengesellschaften ihre Bezüge ab dem Geschäftsjahr 2006 individuell offen legen.<sup>488</sup> Den Aktionären soll so die Möglichkeit gegeben werden, die vom Aufsichtsrat festgesetzten Vorstandsvergütungen zu bewerten. So sind die gesamten Bezüge der einzelnen Vorstandsmitglieder im Anhang des Jahresabschlusses, aufgeschlüsselt nach erfolgsunabhängigen und erfolgsbezogenen sowie nach Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung<sup>489</sup>, anzugeben.<sup>490</sup>

Die Hauptversammlung kann mit einer Mehrheit von mindestens drei Viertel des bei Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals eine individuelle Offenlegung für höchstens fünf Jahre unterbinden („Opting-Out Regel“).<sup>491</sup>

In Bezug auf die Vergütung von Top-Managern bleibt festzuhalten, dass es Sache des Unternehmens ist, die Gehälter seiner höchsten Angestellten zu bemessen. Aufgabe des

---

<sup>486</sup> Vgl. § 87 Abs. 1 AktG.

<sup>487</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 11, Ziffer 4.2.4.

<sup>488</sup> Vgl. auch § 285 Nr. 9 1 HGB.

<sup>489</sup> Aktienoptionen sind mit dem beizulegenden Zeitwert zum Zeitpunkt ihrer Gewährung unter Berücksichtigung späterer Wertänderungen anzugeben.

<sup>490</sup> Unter Führung des Bankenrechtlers Theodor Baums hatten Anfang 2005 mehrere SPD-Bundestagsabgeordnete einen Gesetzesentwurf vorgelegt. Dieser sah neben der individuellen Offenlegung der Vergütungen einen Vergütungsbericht des Aufsichtsrates vor sowie eine Abstimmung über den Vergütungsbericht durch die Hauptversammlung. Pensionsleistungen sowie Zahlungen durch Dritte sollten ebenfalls in diesen Bericht aufgenommen werden, vgl. Drost (2005), S. 3.

<sup>491</sup> Die Opting-Out Regel kann wiederholt genutzt werden. Ihre Nutzung ist in der Entsprechungserklärung zum Kodex anzugeben. Ein Verstoß gegen die gesetzlich vorgesehene Offenlegungspflicht kann mit einer Geldbuße von bis zu 50.000 geahndet werden.

Aufsichtsrats ist es hierbei, zwischen Angebot und Nachfrage sowie der individuellen Qualifikation der einzelnen Manager abzuwägen.

Im internationalen Vergleich sind deutsche Top-Manager „zugleich gut und schlecht bezahlt“<sup>492</sup>. Bezogen auf Europa liegen die Fixgehälter<sup>493</sup> deutscher Top-Manager im oberen Drittel, bezogen auf die Gesamtvergütung verdienen allerdings US-Manager, bedingt durch hohe variable Anteile und Risikobereitschaft, deutlich mehr.<sup>494</sup>

Eine Versachlichung der aktuellen Diskussion um Managervergütungen sollte durch eine direkte Koppelung von Unternehmenserfolg und Managervergütung erreicht werden. Die zu erreichenden Ziele sollten vom Aufsichtsrat festgelegt werden.

#### 4.3.2.4.3 Interessenkonflikte

Die in Kapitel 4.3 des Kodex thematisierten Interessenkonflikte sollen nach Empfehlung des Kodex offen gelegt werden. Nur durch das Schaffen von Transparenz kann Interessenkonflikten wirksam vorgebeugt werden. So verlangt der Kodex, dass sich die einzelnen Vorstandsmitglieder verpflichten, etwaige Interessenkonflikte dem gesamten Aufsichtsrat sowie den übrigen Vorstandsmitgliedern gegenüber offen zu legen.

#### Wettbewerbsverbot

Punkt 4.3.1 des Kodex enthält wie auch schon § 88 Abs. 1 AktG ein umfassendes Wettbewerbsverbot für Vorstandsmitglieder während ihrer Tätigkeit für das Unternehmen.<sup>495</sup> Das Wort „umfassend“ deutet ebenso wie der Hinweis auf die Tätigkeit des Vorstands für das Unternehmen darauf hin, dass das Wettbewerbsverbot sich nicht nur auf das Tätigkeitsfeld der Unternehmung (z.B. eine Konzerntochter), sondern auf die Gesamtproduktpalette des Konzerns bezieht.<sup>496</sup>

---

<sup>492</sup> Kienbaum (2004), S. 1.

<sup>493</sup> Laut Kienbaum liegt der Anteil des Fixgehalts an der Gesamtvergütung von DAX-Vorständen bei 38% im Vergleich zu 19% bei US-amerikanischen Top-Managern. Zudem sind Fixgehälter von nur 10% oder der vollkommene Verzicht von fixen Gehaltsteilen bei CEOs keine Seltenheit, vgl. Kienbaum (2004), S. 1.

<sup>494</sup> Vgl. Kienbaum (2004), S. 1.

<sup>495</sup> „Die Vorstandsmitglieder dürfen ohne Einwilligung des Aufsichtsrats weder ein Handelsgewerbe betreiben noch im Geschäftszweig der Gesellschaft auf eigene Rechnung oder fremde Rechnung Geschäfte machen. Sie dürfen ohne Einwilligung auch nicht Mitglied des Vorstands oder Geschäftsführer oder persönlich haftender Gesellschafter einer anderen Handelsgesellschaft sein. Die Einwilligung des Aufsichtsrats kann nur für bestimmte Handelsgewerbe oder Handelsgesellschaften oder für bestimmte Arbeiten von Geschäften erteilt werden“. § 88 Satz 1 AktG.

<sup>496</sup> Vgl. Ringleb (2005a), Rn. 570, S. 163.

Lücken lässt der § 88 AktG z.B. für den Fall, dass ein Vorstandsmitglied als leitender Angestellter, also nicht Geschäftsführer, in einem anderen Unternehmen tätig ist, oder dass ein Vorstandsmitglied nach Beendigung seiner Bestellung im selben Geschäftszweig bzw. bei einem konkurrierenden Unternehmen seines alten Arbeitgebers tätig wird.

Doppelmandate sind bei Konzernen denkbar, etwa wenn ein Vorstandsmitglied der Mutter auch als Vorstand eines Tochterunternehmens tätig ist.

Das einem Vorstandsmitglied obliegende Wettbewerbsverbot bezieht sich auf die Dauer seiner Bestellung als Vorstandsmitglied und wirkt grundsätzlich nicht nachvertraglich. Es steht den Unternehmen im Einzelfall frei, nachvertragliche Wettbewerbsverbote in die Anstellungsverträge von Vorstandsmitgliedern aufzunehmen.<sup>497</sup> Weder die Baums-Kommission noch die Kodexkommission haben aber den Abschluss nachvertraglicher Wettbewerbsverbote empfohlen oder im Kodex festgeschrieben.<sup>498</sup>

Sollte der Aufsichtsrat die jeweilige Tätigkeit eines Vorstandsmitglieds genehmigt haben, gilt das gesetzliche Verbot nach § 88 Abs. 1 AktG nicht. Auch wenn der Kodex diese „Ausnahmeregelung“ nicht erwähnt oder kommentiert, kann davon ausgegangen werden, dass die Einwilligung des Aufsichtsrates in die jeweilige Tätigkeit des Vorstandsmitglieds seine Zustimmung findet.

### Korruptionsvermeidung

Der Kodex weist unter Ziffer 4.3.2 auf die Grundprinzipien und die Redlichkeit des ehrbaren Kaufmanns hin und spricht sich klar gegen jegliche Form der aktiven<sup>499</sup> oder passiven<sup>500</sup> Bestechung aus. Wichtig ist hierbei, dass der Kodex diese Regelung nicht nur auf den Vorstand, sondern auf alle Mitarbeiter des Unternehmens bezieht. Damit unterstreicht der Kodex, dass die Außenwahrnehmung eines Unternehmens nicht allein durch die Führungsmannschaft, sondern durch alle Mitarbeiter bestimmt wird und daher die redliche Führung der Unternehmensgeschäfte auf allen Ebenen gelebt werden muss. Der Kodex überlässt es den Unternehmen, hier intern Regelungen und Richtlinien zu erlassen. Die Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensführung der Initiative

---

<sup>497</sup> Die Einbindung nachvertraglicher Wettbewerbsverbote in den Anstellungsvertrag erfolgt allerdings von vornherein i.d.R. nur in besonders sensiblen Bereichen wie z.B. F&E oder Verfahrenstechnik.

<sup>498</sup> Vgl. Baums (2001), Rz. 48 [im Original fehlt die Markierung der Rz. 48 auf der Seite 91], S. 91.

<sup>499</sup> Aktiv im Sinne der Vorteilsgewährung/Bestechung, also das Verbot, einem Dritten ungerechtfertigte Vorteile zu gewähren, siehe § 333 StGB.

<sup>500</sup> Passiv im Sinne der Vorteilsnahme/Bestechung, also das Verbot, im Zusammenhang mit der Tätigkeit für sich oder einen Dritten, Vergünstigungen, Zuwendungen oder sonstige Vorteile zu fordern oder anzunehmen.

Corporate Governance der Immobilienwirtschaft sprechen dieses Thema in ihren 10 Geboten an. Wichtig sind hierbei die nachhaltige Verankerung dieser Grundsätze z.B. in den Arbeitsverträgen der Mitarbeiter sowie eine glaubhafte Sanktionierung bei Zuwiderhandlung. Hierauf sollte die Initiative eingehen und den Kodex entsprechend erweitern.

Da die Grenzen der rechtswidrigen Vorteilsnahme in der Praxis häufig fließend sind, sollte die Initiative diese klarer darstellen und ggf. definieren. Hierbei sollte noch einmal unterstrichen werden, dass alleine schon das Einfordern von Vorteilen für sich oder Dritte grundsätzlich rechtswidrig und „standesungemäß“ ist, ganz gleich welchen Wert oder Wesentlichkeit dieser Vorteil im Einzelnen hat.

Bei der Frage der einfachen Vorteilsnahme, z.B. einer Einladung zum Abendessen, sollte auf die branchenüblichen Gepflogenheiten Rücksicht genommen werden. Die Angabe von Wertgrenzen wie sie häufig in angelsächsischen Unternehmen angewendet wird, macht nach RINGLEB nur bedingt Sinn, „weil sie die Unterschiedlichkeit der Lebenssachverhalte nicht angemessen berücksichtigen.“<sup>501</sup>.

In den Bereich der aktiven Bestechung oder Vorteilsgewährung fallen laut StGB Sach- und Geldleistungen, unabhängig von Höhe und Umfang oder ob die Zuwendung direkt oder indirekt an eine natürliche oder juristische Person fließt.<sup>502</sup>

Nach § 333 StGB sind heute folgende Sachverhalte strafbar:

- Das Anbieten, Versprechen oder Gewähren eines Vorteils gegenüber einem deutschen Amtsträger<sup>503</sup> für die Vornahme einer pflichtgemäßen Diensthandlung.
- Das Anbieten, Versprechen oder Gewähren eines Vorteils gegenüber einem Amtsträger für die Vornahme einer pflichtwidrigen Diensthandlung.
- Das Anbieten, Versprechen oder Gewähren eines Vorteils gegenüber einem Mitarbeiter oder Beauftragten von privaten Unternehmen

---

<sup>501</sup> Ringleb (2005a), Rn. 581, S. 165.

<sup>502</sup> Siehe § 333 StGB.

<sup>503</sup> Der Amtsträger ist als Gegenstück zur Privatperson zu sehen. Die Einordnung als Amtsträger erfolgt rein funktional, also in Abhängigkeit von der tatsächlich wahrgenommenen Aufgabe. Beispielhaft seien hier leitende Angestellte von Unternehmen genannt, die sich mittelbar oder unmittelbar in Staatbesitz befinden.

(Angestelltenbestechung), um hierdurch eine unlautere Bevorzugung im geschäftlichen Verkehr zu erlangen.<sup>504</sup>

#### 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 keinerlei 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 Interessenskonflikten achten, insbesondere bei:**

- **Geschäften zwischen verbundenen Unternehmen[,]**
- **bei Immobilienan- und -verkäufen[und]**
- **bei Auftragsvergaben im Immobilienbereich[.]**

**Der Aufsichtsrat sollte Verfahrensregeln für den Einzelfall festlegen.“<sup>505</sup>**

Ziffer 4.3.6.i untersagt in Form der Muss-Vorschrift jegliche persönliche Vorteilsnahme von Vorstandsmitgliedern. Die Interessen des Unternehmens stehen bei jedem Immobiliengeschäft klar an erster Stelle.<sup>506</sup> Als Kontrollinstanz für von Vorständen privat durchgeführte Immobiliengeschäfte fungiert der Aufsichtsratsvorsitzende, dem alle derartigen Geschäfte gemeldet werden müssen. So einleuchtend diese Forderung klingt, so schwer ist sie doch in der Praxis umzusetzen. Die im Rahmen dieser Arbeit durchgeführte empirische Untersuchung legt den Schluß nahe, dass die meisten deutschen Immobilienunternehmen hierfür zur Zeit kein Procedere festgelegt haben.<sup>507</sup>

Auch hier ist es Aufgabe des Aufsichtsrats, klare Verfahrensregeln für die in Ziffer 4.3.6.i genannten Sachverhalte zu formulieren und ähnlich der Insiderdefinition des

---

<sup>504</sup> Vgl. § 299 Abs. 2 StGB, die Angestelltenbestechung kann auch den Strafbestand eines allgemeinen Vermögensdeliktes (Betrug, Untreue, Unterschlagung etc.) nach sich ziehen, wenn z.B. bei einer Vergabe aufgrund einer Bestechung ein wirtschaftlich schlechteres Angebot angenommen wird und der Auftraggeber sich dadurch finanziell schlechter stellt.

<sup>505</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 12, Ziffer 4.3.6.i.

<sup>506</sup> Ziffer 4.3.6.i ist somit als Ergänzung zu Ziffer 3.9.i zu sehen.

<sup>507</sup> Vgl. Interview Weber.

WpHG auch direkte Familienangehörige etc. in den Kreis der meldepflichtigen Personen aufzunehmen. Sicherlich wird auch hier die Schwellenfestsetzung, ab der für einen spezifischen Sachverhalt eine Meldung an den Aufsichtsratsvorsitzenden erfolgen muss, schwierig sein. Dies sollte jedoch schon „allein der Hygiene“<sup>508</sup> und der Klarheit wegen vom Aufsichtsrat definiert und verankert werden.

#### 4.3.2.4.4 Directors'-and- Officers'-Versicherungen

Das Thema Managerhaftung und dadurch die Directors'-and-Officers'(D&O)-Versicherungen<sup>509</sup> sind durch die spektakulären Unternehmenszusammenbrüche in den USA und Europa wieder stärker in den Vordergrund gerückt. Durch den Sarbanes-Oxley-Act, der hauptsächlich eine Verschärfung der Haftungsregelungen für CEO und CFO vorsieht, den EU-Aktionsplan sowie den Maßnahmenkatalog der Bundesregierung, die mehr die Kollektivhaftung des gesamten Vorstandes in den Vordergrund stellen, wird diesem Thema in Zukunft größere Bedeutung zuzumessen sein. Wie die empirischen Ergebnisse dieser Untersuchung zeigen, sind sich viele Manager der Dimension ihres Haftungsrisikos nicht bewusst, d.h. sie bzw. ihre Gesellschaft haben keine D&O-Versicherung abgeschlossen. Die jüngsten Wirtschaftsskandale haben zu erhebliche Prämiensteigerungen und Deckungseinschränkungen geführt. Der in Tz. 3.8 des Deutschen Corporate Governance Kodex geforderte „angemessene“ Selbstbehalt wird nur von den wenigsten untersuchten Unternehmen eingehalten.<sup>510</sup> Nach Aussagen der Versicherungswirtschaft wird der überwiegende Teil der D&O-Versicherungen heute ohne Selbstbehalt<sup>511</sup> abgeschlossen.<sup>512</sup> Als Hauptargumente gegen einen Selbstbehalt wird angeführt, dass durch einen Selbstbehalt keine signifikante Steigerung der Qualität der

---

<sup>508</sup> Interview Weber.

<sup>509</sup> Hier ist darauf hinzuweisen, dass in den USA ein vom europäischen System abweichendes gesetzliches Haftungssystem vorherrscht, das verlangt, dass Unternehmen die persönliche Haftung ihrer Board-Mitglieder und Officer begrenzen.

<sup>510</sup> Problematisch ist hierbei, dass die Cromme-Kommission weder die Angemessenheit definiert hat, noch Hinweise auf Bezugsgrößen, an denen diese gemessen werden könnte, z.B. Prozentsatz der Versicherungssumme oder des Jahreseinkommens der versicherten Person.

<sup>511</sup> Bei börsennotierten Unternehmen wurde bei Abschluss einer Selbstbehaltsvereinbarung rund 25 Prozent der jährlichen Festbezüge bei Vorstandsmitgliedern (dies orientiert sich an der Rechtsprechung des Bundesarbeitsgerichtes zur Arbeitnehmerhaftung, das eine Haftung mit bis zu drei Monatsgehältern vorsieht) und rund 50 oder 100 Prozent der jährlichen Vergütung bei Aufsichtsratsmitgliedern als Quote festgelegt. Das Festgehalt wird aufgrund seiner sofortigen Feststellbarkeit meist aus Vereinfachungsgründen gewählt. Die niedrigere Quote der Vorstandsmitglieder im Vergleich zu den Aufsichtsratsmitgliedern wird mit der höheren Dependenz des Vorstands von dieser Einnahmequelle begründet, vgl. o.V. (2004b), S. 19.

<sup>512</sup> Vgl. o.V. (2004b), S. 19.



Unternehmensführung- und Überwachung eintrete und zudem die Gefahr bestehe, dass risikobehaftete Geschäftsmöglichkeiten grundsätzlich vermieden werden.<sup>513</sup>

Durch die D&O-Versicherung wird in der Regel ein Versicherungsschutz gewährt, wenn eine versicherte Person wegen einer bei der Ausübung der versicherten Tätigkeit begangenen Pflichtverletzung aufgrund gesetzlicher Haftungsvorschriften für einen Vermögensschaden in Anspruch genommen wird<sup>514</sup>. Zum Kreis der versicherten Personen zählen „Mitglieder der Geschäftsführung, Vorstand, Aufsichtsrat, Beirat, Verwaltungsrat oder ähnlichen Organen nach ausländischem Recht. Versicherbar sind unter anderem aber auch Ehegatten versicherter Personen, soweit sie wegen Pflichtverletzungen der versicherten Person für einen Vermögensschaden in Anspruch genommen werden können. Der Versicherungsschutz umfasst üblicherweise auch Pflichtverletzungen vor Vertragsbeginn, soweit noch keine Ansprüche erhoben wurden, sowie eine Nachhaftungszeit.“<sup>515</sup> Die in Deutschland bisher übliche Innendeckung, also der Schutz des Managers vor Ansprüchen aus dem eigenen Unternehmen, wird von deutschen Versicherern zunehmend durch z.B. Gerichts- oder Trennungsklauseln modifiziert. Die Gerichtsklausel besagt, dass der Versicherer nur dann zahlt, wenn der Anspruch gegen den Manager gerichtlich eingeklagt wurde. Laut Trennungsklausel zahlt die Versicherung erst, wenn der betroffene Manager aus dem Unternehmen ausgeschieden ist.<sup>516</sup>

Die Fragen, ob im Falle der Prämienzahlung durch das Unternehmen, die versicherte Person eine steuerpflichtige Vergütung erhält und inwiefern die Zustimmung der Hauptversammlung oder die Festlegung in der Satzung<sup>517</sup> beim Abschluss einer solchen Versicherung für Aufsichtsratsmitgliedern notwendig ist, konnten inzwischen geklärt werden. Aufgrund des Unternehmensinteresses und der Fürsorgepflicht des Unternehmens gegenüber seinen Organmitgliedern, sind D&O-Versicherungsprämien in der Regel nicht einkommensteuerpflichtig.<sup>518</sup>

#### 4.3.2.5 Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat fungiert im dualistischen deutschen Führungssystem (Two-Tier-Board) der Aktiengesellschaft als Überwachungsorgan, welches die Mitglieder des

---

<sup>513</sup> Vgl. o.V. (2004b), S. 19.

<sup>514</sup> Vgl. o.V. (2004b), S. 18.

<sup>515</sup> o.V. (2004b), S. 18.

<sup>516</sup> Vgl. o.V. (2004d), S. 13.

<sup>517</sup> Gemäß § 113 Abs. 1 AktG.

<sup>518</sup> o.V. (2004b), S. 19.

Leitungsorgans Vorstand bestellt, berät und kontrolliert. Um diese Funktionen sachgerecht ausführen zu können, ist ein enges und kooperatives Zusammenwirken zwischen den beiden Organen erforderlich, das die unterschiedlichen Rollen von Überwachungs- und Leitungsorgan aber nicht verwischen darf.

Für den Aufsichtsrat existieren in Deutschland zwar Gesetze, diese befassen sich allerdings hauptsächlich mit seiner Zusammensetzung, Auswahl und Organisation. Nur § 111 AktG geht explizit auf die Aufgaben und Rechte eines Aufsichtsrats ein. Diese „Regelungsarmut“ muss für ein deutsches Aufsichtsratsmitglied unbefriedigend sein, da im Ernstfall die Beweislast beim betroffenen Aufsichtsratsmitglied liegt. Das betroffene Aufsichtsratsmitglied muss nachweisen, dass es pflichtgemäß und ohne Verschulden<sup>519</sup> gehandelt hat.<sup>520</sup> Der Cromme-Kodex schafft hier Klarheit.

#### 4.3.2.5.1 Aufgaben und Zuständigkeiten

Der Aufsichtsrat übt keine leitende Funktion aus, sondern soll die drei Kernaufgaben, Besetzung, Beratung und Überwachung des Vorstands, ausfüllen.<sup>521</sup> Die Überwachung bezieht sich hierbei auf vier zentrale Aspekte, nämlich die Rechtmäßigkeit, Ordnungsmäßigkeit, Wirtschaftlichkeit und Zweckmäßigkeit der Unternehmensleitung. Darüber hinaus dient der Aufsichtsrat dem Vorstand als „Sparring Partner“.

#### 5.1.1.i

**„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 [und]**
- **insgesamt den Mitgliedern die Wahrnehmung ihrer Kontrollfunktion erleichtern[.]**

**Kreditinstitute können für Rettungserwerbe besondere, auch abweichende, Regeln festlegen.“<sup>522</sup>**

<sup>519</sup> § 93 Abs. 2 Satz 3 i.V. m. § 116 AktG.

<sup>520</sup> Vgl. Peltzer (2002), S. 10.

<sup>521</sup> Vgl. § 111 AktG.

<sup>522</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 13, Ziffer 5.1.1.i.

Ziffer 5.1.1.i arbeitet klarer als der Cromme-Kodex in Form einer Muss-Vorschrift die Rechte und Pflichten des Aufsichtsrates heraus. Die Unternehmenspraxis zeigt immer wieder, dass gerade die frühzeitige und ausreichende Information des Aufsichtsrates durch den Vorstand nicht immer gewährleistet ist. Wichtig ist hier die gute Verankerung und die starke Stellung des Aufsichtsratsvorsitzenden. Werden die notwendigen Informationen vom Vorstand nicht zur Verfügung gestellt, ist es an ihm, diese zu fordern, zu beschaffen und an die übrigen Mitglieder weiterzuleiten, damit so die Kontrollfunktion wahrgenommen werden kann.<sup>523</sup> Desweiteren sollen der Aufsichtsrat und seine Ausschüsse ihre Sitzungsfrequenz und das Zeitbudget dem Volumen und der Komplexität der geplanten Transaktionen anpassen. Auch dieser Punkt wird, wie die Empirie später zeigen wird, nur bedingt gelebt. Bei Immobiliengeschäften von erheblicher Bedeutung für das Unternehmen muss immer eine umfassende und ausgewogene Chancen- und Risikobetrachtung durch den Aufsichtsrat erfolgen. Der Passus für Rettungserwerbe von Kreditinstituten ist im Zusammenhang mit der Kreditvergabe insbesondere von Hypothekenbanken zu sehen. Hier ist davon auszugehen, „dass solche Rettungserwerbe im Vorfeld durch genügend Prüfinstanzen gelaufen sind, bevor sie gemacht werden“.<sup>524</sup>

#### Personelle Besetzung des Vorstands

Nach § 84 AktG bestellt der Aufsichtsrat die Mitglieder des Vorstands und hat über deren eventuelle Vertragszeitverlängerungen bzw. Abberufungen zu entscheiden. Dieser Funktion (so genannte Personalhoheit) kommt größte Bedeutung zu, da durch die personelle Besetzung des Vorstands ein wesentlicher, wenn nicht der wichtigste Parameter für den Unternehmenserfolg festgelegt wird. Um die Suche nach potentiellen Führungskräfte effizienter zu gestalten, regt der Deutsche Corporate Governance Kodex an, einen Ausschuss, quasi eine Art Findungskommission, einzusetzen, die Beschlussvorlagen für das Gesamtgremium erarbeiten kann (siehe Kapitel 4.3.2.5.3).<sup>525</sup> Da die Entwicklung des Führungskräftenachwuchses in den Zuständigkeitsbereich des Vorstands fällt, sollten Aufsichtsrat und Vorstand gemeinsam für eine langfristige Nachfolgeplanung Sorge tragen. Hierbei ist es hilfreich, wenn die gewonnenen Eindrücke des Vorstands vom Leistungspotenzial möglicher Vorstandsaspiranten mit

---

<sup>523</sup> Vgl. Interview Weber.

<sup>524</sup> Interview Weber.

<sup>525</sup> Vgl. Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 14, Ziffern 5.3.1, 5.3.2, 5.3.3 und 5.3.4.

der beim Aufsichtsrat liegenden gesetzlichen Zuständigkeit verknüpft werden.<sup>526</sup> Denkbar wäre eine Art „Vorselektion“ potentieller Kandidaten durch den Vorstand, die dann durch eine verstärkte Einbindung in Präsentationen vor dem Aufsichtsrat, diesem vorgestellt werden können. Wesentlich ist hierbei, dass sich der Aufsichtsrat ein eigenes Urteil von der Qualifikation der potentiellen Kandidaten bildet und der Aufsichtsratsbeschluss zur Vorstandsbesetzung nicht zu einer reinen Formsache „verkommt“.

### Beratung des Vorstands

Aus Gründen der Ex-ante-Überwachung soll der Vorstand wichtige Entscheidungen und Weichenstellungen im Vorhinein mit dem Aufsichtsrat abstimmen.<sup>527</sup> Dem Aufsichtsrat kommt hier im Sinne der „checks and balances“ ein Gegengewicht zum Vorstand und, wie bereits erwähnt, eine „Sparring-Partner-Funktion“ zu. In einem konstruktiv-kritischen Dialog zwischen beiden Organen sollen aufgestellte Prognosen hinterfragt und Chancen und Risiken der ins Auge gefassten Maßnahmen gegeneinander abgewogen werden.

Das Aktienrecht verlangt bei durch die Satzung oder vom Aufsichtsrat definierten, besonders tief greifenden Weichenstellungen die Zustimmung des Aufsichtsrats.<sup>528</sup> Problematisch ist hierbei, dass der Gesetzgeber diese zustimmungsbedürftigen Vorstandshandlungen nicht näher umschrieben hat. Diese zustimmungspflichtigen Geschäfte präzisiert der Kodex in Ziffer 3.3 als „alle Entscheidungen oder Maßnahmen, die die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage des Unternehmens grundlegend verändern“<sup>529</sup>. Hierunter können unter anderen „strategische Neuausrichtungen des Geschäftsfeldportfolios, Fusionen und Übernahmen, Veräußerungen maßgeblicher Beteiligungen, weitreichende Neuordnungen der Rechts- und Organisationsstrukturen, massive Veränderungen der Belegschaft und wichtige Investitionen“<sup>530</sup> zählen.

Ziffer 5.1.2 des Kodex stellt erstmals klar, dass für den Aufsichtsrat die Erstbestellung eines Vorstandsmitgliedes für „die maximal mögliche Bestelldauer von fünf Jahren

---

<sup>526</sup> Vgl. von Werder (2004), S. 5.

<sup>527</sup> Vgl. von Werder (2004), S. 5.

<sup>528</sup> Siehe § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG.

<sup>529</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 8, Ziffer 3.3.

<sup>530</sup> von Werder (2004), S. 6.

nicht die Regel sein“<sup>531</sup> sollte. Darüber hinaus soll der Aufsichtsrat eine Altersgrenze für Vorstandsmitglieder festlegen.<sup>532</sup>

### Überwachung des Vorstands

Der Aufsichtsrat überwacht die Geschäftsführung und ist in grundlegende Unternehmensentscheidungen einzubeziehen.<sup>533</sup> Der Aufsichtsrat soll dabei kontinuierlich die Leitungsmaßnahmen des Vorstands und ihre Umsetzung verfolgen.

#### 4.3.2.5.2 Aufgaben und Befugnisse des Aufsichtsratsvorsitzenden

Der Kodex stellt in Ziffer 5.2 den Aufsichtsratsvorsitzenden als Person heraus, die „über wichtige Ereignisse [...] unverzüglich durch den Vorsitzenden bzw. Sprecher des Vorstands informiert“<sup>534</sup> werden muss. Er hat mit dem Vorstand die Strategie, die Geschäftsentwicklung und das Risikomanagement des Unternehmens zu beraten und, je nach Bedarfslage, „regelmäßig“<sup>535</sup> Kontakt zu halten.<sup>536</sup> Der Kodex unterstreicht somit klar, dass die Informationsversorgung des Aufsichtsrats „Bringschuld des Vorstands“<sup>537</sup> und keine „Holschuld des Aufsichtsrates“<sup>538</sup> ist.<sup>539</sup>

Wesentlich für die Arbeit des Vorsitzenden ist seine Fähigkeit, eine offene Diskussionskultur sowohl zwischen den Aufsichtsräten, als auch zwischen Vorstand und Aufsichtsrat zu etablieren und zu pflegen. „Er muss die Gremienmitglieder ausdrücklich ermuntern, Pläne des Vorstands intensiv zu analysieren und ihre Erfahrungen einzubringen, um nach eventuellen Schwachstellen und Verbesserungsmöglichkeiten zu suchen.“<sup>540</sup> Der Aufsichtsrat kann die oben genannten Kernfunktionen nur ausfüllen durch unvoreingenommene und ernsthafte Diskussionen und die Gewissheit, dass die Hinterfragung geplanter Maßnahmen seitens des

---

<sup>531</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 13, Ziffer 5.1.2.

<sup>532</sup> Vgl. Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 13, Ziffer 5.1.2.

<sup>533</sup> Vgl. Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 13, Ziffer 5.1.1 und § 111 Abs. 1 AktG.

<sup>534</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 13f., Ziffer 5.2.

<sup>535</sup> Also nicht allein die im KonTraG festgelegten vier Sitzungen per annum, sondern im Zweifelsfall eine tägliche Abstimmung, vgl. Claussen/Bröcker (2002), S. 1203.

<sup>536</sup> Vgl. Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 13, Ziffer 5.2.

<sup>537</sup> Claussen/Bröcker (2002), S. 1203.

<sup>538</sup> Claussen/Bröcker (2002), S. 1203.

<sup>539</sup> Der Aufsichtsrat muss erst dann die Initiative ergreifen, wenn Berichte des Vorstands in seinen Augen unklar, ungenau, unvollständig oder sogar unrichtig sind, vgl. Claussen/Bröcker (2002), S. 1203, Fn 43.

<sup>540</sup> von Werder (2004), S. 6.

Aufsichtsrats nicht als negative Kritik oder Loyalitätsverweigerung, sondern Ausdruck engagierter Beteiligung des Aufsichtsrats verstanden wird.<sup>541</sup>

Der Sitzungsverlauf sowie das Sitzungsklima werden maßgeblich vom Vorsitzenden beeinflusst. Seine Erfahrung, sein Geschick und sein Wissen über Fachkenntnisse, Charakter und Eigenheiten der anderen Aufsichtsratsmitglieder sollten seine Arbeit prägen und ihn befähigen, verständnisvoll auf die Anliegen der verschiedenen Mitglieder einzugehen.<sup>542</sup> Einer Verhärtung der „Fronten“ zwischen Vorstand und Aufsichtsrat, bedingt durch differierende Standpunkte, soll der Vorsitzende entgegenwirken. Seine Autorität muss die Sitzungsdisziplin sicherstellen.

#### 4.3.2.5.3 Bildung von Ausschüssen

Die Dynamik der Corporate Governance-Debatten und –Reformen im In- und Ausland hat die Rolle der Aufsichtsräte gestärkt und aufgewertet. Im Interesse einer effektiven Überwachungs- und Beratungstätigkeit empfiehlt der Kodex, bestimmte Aufgaben des Aufsichtsrates in einzelne vorbereitende oder sogar beschließende, fachlich qualifizierte Ausschüsse zu verlagern<sup>543</sup>. „Angesichts der Größe der Aufsichtsräte besteht ein unabweisbares Bedürfnis, namentlich die Entscheidung über die Zustimmung zu bestimmten Geschäften, die unter Umständen sehr schnell und unbürokratisch getroffen werden muss, an kleine, entscheidungskräftige Ausschüsse delegieren zu können.“<sup>544</sup>

Die Vorteile eines solchen arbeitsteiligen Arbeitens liegen vor allem in der Chance, das im Aufsichtsrat vorhandene Fachwissen, besser und effizienter zu nutzen und damit auch effektiver und zeitsparender zu arbeiten.<sup>545</sup> Vertrauliche Angelegenheiten (z.B. die Besetzung Vorstandsposten oder Vorstandbezüge) lassen sich ebenfalls in kleinem Kreise leichter erörtern, als in großer Runde.<sup>546</sup> Eine arbeitsmäßige Entlastung des Plenums ist insbesondere dort wichtig, „wo zeitraubende Detailuntersuchungen für eine verantwortliche Meinungsbildung erforderlich sind“<sup>547</sup>. BLEICHER sieht in der Ausschussarbeit die Möglichkeit, den Erfordernissen moderner Managementüberwachung besser gerecht zu werden.<sup>548</sup>

---

<sup>541</sup> Vgl. von Werder (2004), S. 6.

<sup>542</sup> Vgl. Siebel (1999a), Rn. D 2.

<sup>543</sup> Vgl. Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 14, Ziffer 5.3; § 107, Abs. 3 AktG.

<sup>544</sup> Baums (2001), Rn. 56.

<sup>545</sup> Vgl. Hoffmann (1994), Rn. 148.

<sup>546</sup> Vgl. Hoffmann (1994), Rn. 146.

<sup>547</sup> Potthoff/Trescher (2001), S. 194.

<sup>548</sup> Bleicher (1987), S. 27.

Die Rolle der Ausschüsse und insbesondere die Verantwortung der in Ausschüssen engagierten Aufsichtsräte nehmen damit zu und werden auch in Zukunft weiter steigen. Der Gesamtaufsichtsrat entscheidet dabei autonom über die aus seiner Mitte zu bildenden Ausschüsse, deren Aufgaben und personelle Besetzung aufgrund seiner Organisationsautonomie mit einfacher Mehrheit ohne Bindung an Vorgaben der Satzung oder der Hauptversammlung.<sup>549</sup>

Der für die GmbH vorgesehene fakultative Aufsichtsrat hat sich dabei auf die entsprechenden Vorschriften des AktG zu stützen.<sup>550</sup> Das Pendant zum fakultativen Aufsichtsrat gem. § 52 Abs. 2 GmbH stellt der obligatorische Aufsichtsrat dar. Dieser wird im Gesellschaftsvertrag festgeschrieben, also auf Verlangen der GmbH-Gesellschafter, oder durch § 6 MitbestG 76 (Gesellschaften mit mehr als 2.000 Arbeitnehmern), durch § 77 Abs. 1 BetrVG 52 (für Gesellschaften mit i.d.R. mehr als 500 Mitarbeitern) sowie im § 6 Abs. 2 InvG vorgeschrieben. Diese Gesetze legen die Aufgaben der Aufsichtsräte fest, können aber durch den Gesellschaftsvertrag erweitert, aber nicht geschmälert werden. Die Geschäftsordnung einer GmbH kann für den fakultativen Aufsichtsrat über das Aktienrecht hinausgehende Ausschussregelungen beinhalten, aber auch die Bildung von Ausschüssen untersagen.<sup>551</sup>

In mitbestimmten Aufsichtsräten stellt sich die Frage, ob der Proporz auch innerhalb der eingerichteten Ausschüsse eingehalten werden muss. Ein Ausschluss der Arbeitnehmervertreter in den Ausschüssen wäre z.B. recht leicht möglich, wenn der Aufsichtsratsvorsitzende sein Zweitstimmrecht entsprechend einsetzt und damit eine Ausschussbesetzung nur mit Vertretern der Anteilseigner durchsetzt. § 107 Abs. 3 Satz 2 AktG verlangt eine Arbeitnehmerbeteiligung zwingend nur für die unter „Plenarvorbehalt“ stehenden Aufgaben des Aufsichtsrats. Dies bedeutet im Extremfall, dass die Arbeitnehmer allein im Aufsichtsratsplenum mitbestimmen können, vorbereitende Ausschüsse für Aufgaben mit Plenarvorbehalt und beschließende Ausschüsse für Aufgaben ohne Plenarvorbehalt wären somit ohne Arbeitnehmerbeteiligung möglich.<sup>552</sup>

---

<sup>549</sup> Siehe § 107 Abs. 3 AktG.

<sup>550</sup> Das AktG macht dabei keine genauen Angaben zur Ausschussbildung, vgl. § 107 Abs. 3 AktG i.V.m. § 52 GmbHG.

<sup>551</sup> Vgl. Raiser (1991), Rn 73.

<sup>552</sup> Die Frage, inwieweit AN-Vertreter Einfluss in mitbestimmten Aufsichtsräten erlangen können, ist für das Gros der deutschen Aufsichtsräte aufgrund der geringen Mitarbeiterzahlen, nicht von Belang (siehe Untersuchungsergebnisse im Kapitel 5).

Zur Ausschussbesetzung empfiehlt der Kodex „fachlich qualifizierte Ausschüsse zu bilden“<sup>553</sup>, wobei als fachlich qualifiziert nur derjenige gelten kann, der sich in der jeweiligen Materie auskennt und dementsprechend seine Tätigkeit verantwortungsvoll ausüben kann. Diese Anforderung gilt für Arbeitnehmervertreter und für die Vertreter der Anteilseignerseite, die Mitglieder eines Fachausschusses sind. LUTTER weist ausdrücklich darauf hin, dass es für die Sicherung der Leistungsfähigkeit des Aufsichtsrates entscheidend ist, dass die Aufsichtsratsmitglieder zusammen und gesamtheitlich alle Bereiche mit den erforderlichen Kompetenzen abdecken.<sup>554</sup> Die Leistungsfähigkeit des Aufsichtsrates hängt entscheidend davon ab, dass über die fachlichen Mindestkenntnisse und über das Ansehen der einzelnen Aufsichtsratsmitglieder hinaus mit verschiedenen Mitgliedern spezielle Kompetenzen in den Aufsichtsrat gelangen.<sup>555</sup>

Zunehmend setzt sich in Deutschland auch die Einteilung der Aufsichtsratsmitglieder in „executive/inside“ (geschäftsführende) und „non-executive/outside“ (nicht-geschäftsführende) Direktoren durch, wobei den nicht-geschäftsführenden Mitgliedern zunehmend Entscheidungs- und Überwachungskompetenzen insbesondere in den sensiblen Bereichen Audit und Gehaltsfindung übertragen werden. Die New Yorker Börse verpflichtet die Non-executive Board-Mitglieder gelisteter Firmen sogar, sich regelmäßig zu Sondersitzungen in Abwesenheit des Managements zu treffen.<sup>556</sup> Die von der NYSE geforderte Unabhängigkeit der Non-executive Boardmembers ist sehr weitreichend. Sie beinhaltet, dass „the director has no material relationship with a listed company (either directly or as a partner, shareholder or officer of an organization that has a relationship with the company.“<sup>557</sup> Erst nach einer „cooling off“-Periode von drei Jahren und Bezügen von weniger als 100.000 US-Dollar gilt ein Board-Member als unabhängig.<sup>558</sup>

Dies deutet auf eine Art „Quasi-Dualismus“<sup>559</sup> in angelsächsischen Boards hin, bei der mit der Wahl eines „independent lead directors“ den anderen Outsidern ein kompetenter und erfahrener Sparring Partner zur Seite gestellt wird.

---

<sup>553</sup> Vgl. Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 14, Ziffer 5.3

<sup>554</sup> Vgl. Lutter (2003b), S. 417 f.

<sup>555</sup> Vgl. Lutter (2003b), S. 417 f.

<sup>556</sup> Vgl. NYSE (2003), S. 7: To empower non-management directors to serve as a more effective check on management, the non-management directors of each company must meet at regularly scheduled executive sessions without management.

<sup>557</sup> Vgl. NYSE (2003), Abs. 2a, S. 4.

<sup>558</sup> Vgl. NYSE (2003), Abs. 2b (i) u. (ii), S. 5.

<sup>559</sup> Böckli (2003), S. 216.



Neben den Non-executives müssen auch die „executive“ Aufsichtsratsmitglieder unabhängig sein. Diese Unabhängigkeit hat der Gesetzgeber nur sehr knapp definiert: „Ein Aufsichtsratsmitglied kann nicht zugleich Vorstandsmitglied, dauernder Stellvertreter von Vorstandsmitgliedern, Prokurist oder zum gesamten Geschäftsbetrieb ermächtigter Handlungsbevollmächtigter der Gesellschaft sein.“<sup>560</sup> Dies bedeutet, dass er weder mit der Geschäftsführung/dem Vorstand verbunden, noch in mehr als geringfügigen Geschäftsbeziehungen mit der Gesellschaft stehen, noch Geschäftsführungsmitglied sein darf. Wichtig sind darüber hinaus die finanzielle Unabhängigkeit und die Möglichkeit, sich ein unabhängiges Urteil bilden zu können.

Um eine „Entleerung“ und Aushöhlung der Arbeit des Plenums durch eine weitreichende Delegation von Aufgaben an Ausschüsse zu vermeiden, verlangt der Kodex eine regelmäßige und angemessene Information des Plenums durch die eingerichteten Ausschüsse/Ausschussvorsitzenden (siehe Kapitel 5.3.1 des Immobilien-Kodex).<sup>561</sup> Dies ist wichtig, da sonst das Informationsniveau zwischen Ausschussmitgliedern und Nicht-Ausschussmitgliedern auseinanderläuft und das Gefühl der Gesamtverantwortung aller Aufsichtsratsmitglieder verloren gehen könnte. PELTZER erwähnt hier den Praxisfall, dass Nicht-Ausschussmitglieder eines Aufsichtsrates die Verantwortung dafür ablehnten, dass der Personalausschuss des Unternehmens den Vorstandsmitgliedern überhöhte Bezüge genehmigt hatte.<sup>562</sup>

Gerade bei größeren Aufsichtsräten stellt sich die Frage, ob dieses Informationsgefälle bei nur vier Sitzungen pro Jahr und der knappen Sitzungszeit abgebaut werden kann.

Die Ansicht, wieviele Ausschüsse zwingend notwendig sind, hat sich im Laufe der Corporate Governance Diskussionen verschoben. Wurden zu Beginn eine Vielzahl von Ausschüsse als notwendig erachtet (siehe CoBP (III, 3) und GCCG (IV, 3.3 und 3.4), hat sich die Zahl der geforderten Ausschüsse stark verringert. Der CG-Kodex verlangt einen Prüfungsausschuss und stellt es dem Aufsichtsrat frei, weitere Sachthemen zur Behandlung in einen oder mehrere Ausschüsse zu verweisen.<sup>563</sup>

Im Folgenden sollen die in der Praxis am häufigsten auftretenden Ausschüsse vorgestellt und in Hinblick auf ihre immobilienwirtschaftliche Bedeutung erläutert werden.

---

<sup>560</sup> § 105 Abs. 1 AktG.

<sup>561</sup> Vgl. Baums (2001), Rn. 56; § 107 Abs. 3 Satz 3 AktG; Zur Segmentierung und Aufteilung der Aufsichtsratsarbeit vgl. Köstler (2001), S. 21.

<sup>562</sup> Vgl. Peltzer (2003), Rn. 164, S. 70.

<sup>563</sup> Vgl. Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 14, Ziffer 5.3.3.

### Audit Committee – Prüfungsausschuss

Der Kodex empfiehlt unter Punkt 5.3.2 und 5.2 Abs. 2 Satz 2 die Einrichtung eines Prüfungsausschusses bzw. Audit Committees. Audit Committees stammen ursprünglich aus der amerikanischen Unternehmenspraxis, wo sie eine unabhängige Kontrollinstanz für die Arbeit des monistischen Board darstellen sollten.<sup>564</sup> Im deutschen System war dies bis vor kurzem durch den Dualismus zwischen Vorstand und Aufsichtsrat formal nicht nötig. Durch die Bestrebungen einiger deutscher Unternehmen, sich an US-amerikanischen Börsen, für die das Audit Committee eine Zulassungsvoraussetzung ist, listen zu lassen, trat das Audit Committee ins Rampenlicht der deutschen Aufsichtsräte. Aber auch gesetzliche Änderungen durch das KonTraG und das TransPuG, die einen wachsenden Aufgaben- und Pflichtenkatalog für den Gesamtaufsichtsrat beschreiben, machten die Bildung von Ausschüssen zur sorgfältigen und sachgerechten Aufgabebearbeitung notwendig.

Gerade bei Immobiliensachverhalten kommt dem Prüfungsausschuss eine herausragende Rolle zu, wie man bei den unterschiedlichen Einschätzungen zur Frage der Bewertung des Immobilienvermögens der Hypo-Bank und der Deutschen Telekom sehen konnte.<sup>565</sup> Darüber hinaus soll der Prüfungsausschuss einen engen „Schulterschluss“ zwischen Aufsichtsrat und Wirtschaftsprüfer ermöglichen und die Abhängigkeit des Abschlussprüfers vom Vorstand verringern.<sup>566</sup> Aufgrund der Komplexität von bilanziellen Sachverhalten (z.B. Bewertung des Immobilienvermögens), muss der Prüfungsausschuss mit hohem Sach- und Fachverstand ausgerüstet sein, um auf gleicher „Augenhöhe“ mit dem Vorstand und dem Abschlussprüfer zu agieren.<sup>567</sup> Die dem Aufsichtsrat zustehende Wahl und Begleitung des Abschlussprüfers wird gewöhnlich an den Prüfungsausschuss

---

<sup>564</sup> Vgl. Lutter (2003a), S. 4.

<sup>565</sup> Beide Abschlüsse waren vom Abschlussprüfer testiert worden.

<sup>566</sup> Gem. § 124 Abs. 3 AktG hat der Aufsichtsrat der Hauptversammlung einen Abschlussprüfer vorzuschlagen. Der durch die Hauptversammlung nach § 119 Ziffer 4 AktG bestellte Abschlussprüfer wird vom Aufsichtsrat mit der Abschlussprüfung beauftragt und trifft mit ihm die Honorarvereinbarung nach § 111 Abs. 2 Satz 2 AktG. In Sachen Honorarvereinbarung erscheint eine enge Abstimmung des Prüfungsausschusses mit dem Finanzvorstand des Unternehmens sinnvoll, vgl. Peltzer (2003), Rn. 167, S. 71.

<sup>567</sup> Der deutsche Gesetzgeber lässt die Frage der Qualifizierung der Ausschussmitglieder des Prüfungsausschusses offen, er legt nur Wert auf einen „fachlich qualifizierten“ Ausschuss (DCGK i.d.F.v. 21.5.03, Tz. 5.3.1). Der u.s.-amerikanische Gesetzgeber verlangt durch den SOA und die SEC, dass die Ausschussmitglieder unabhängig, financially literate und über accounting or financial management expertise verfügen sollten. Darüber hinaus muss dem Audit Committee mindestens ein, den Anforderungen der SEC entsprechender, „financial expert“ angehören (Vgl. Steih (2002), S.3).

übertragen. Dieser kümmert sich um Fragen der Auswahl und die erforderliche Unabhängigkeit des Abschlussprüfers, die Erteilung des Prüfungsauftrages, die Festlegung der Prüfungsschwerpunkte sowie die Honorarvereinbarung. Weiter überwacht er Rechnungslegung, Risikomanagement und die Compliance mit den geltenden Vorgaben.<sup>568</sup> Über mögliche Auffälligkeiten bei seiner Prüfungstätigkeit hat der Abschlussprüfer umgehend den Prüfungsausschuss zu informieren.<sup>569</sup> Der Prüfungsausschuss ist in erster Linie beratend tätig und muss, da er nicht unter dem Plenarvorbehalt<sup>570</sup> steht, nicht mit Arbeitnehmervertretern besetzt werden.

Der Aufsichtsratsvorsitzende sollte laut Ziffer 5.2. Abs. 2 Satz 2 des Kodex nicht den Vorsitz des Prüfungsausschusses haben. Dies wird zum einen mit einer möglichen ehemaligen Tätigkeit dieses Vorsitzenden als Vorstandsvorsitzender oder Vorstandsmitglied in diesem Unternehmen begründet, zum anderen mit der für eine kritische und unvoreingenommene Prüfung notwendigen Distanz zwischen Prüfungsausschussvorsitzendem und Vorstand.

Während die Regierungskommission Corporate Governance („Baums-Kommission“) noch die Einsetzung von Audit Committees für alle größeren deutschen Unternehmen zwar für sinnvoll erachtete, aber keine konkreten Vorschläge an den Gesetzgeber richtete, wurde die Einsetzung eines Audit Committees in den Deutschen Corporate Governance Kodex (Tz. 5.3.2/Tz. 5.3.2i) als Empfehlung aufgenommen.<sup>571</sup> In den USA wurden durch den Sarbanes-Oxley-Act (SOA), alle größeren in den USA börsennotierten Unternehmen verpflichtet, ein permanentes Audit Committee zu bilden.<sup>572</sup> Trotz des SOA, der CEO und CFO verpflichtet, eine eidesstattliche Erklärung über die Richtigkeit des Konzernabschlusses abzugeben, muss das Audit Committee/der Prüfungsausschuss die Vorlagefähigkeit des Jahresabschlusses gegenüber dem gesamten Board beschließen.

Die Regierungskommission Corporate Governance sollte daher neben der Frage von Kompetenzkriterien für die Besetzung von deutschen Bilanz- und Prüfungsausschüssen und deren Verankerung im DCGK, auch die inhaltlichen Aufgaben (Analyse und Prüfung von Jahresabschluss, Halbjahresabschluss, Quartalsbericht u.U. auch der

---

<sup>568</sup> Vgl. Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 14, Ziffer 5.3.2.

<sup>569</sup> Siehe Kodex 7.2.1 Satz 3 und 7.2.3.

<sup>570</sup> Siehe § 107 Abs. 2 Satz 2 AktG.

<sup>571</sup> Bei der Empfehlung handelt es sich um eine Soll-Bestimmung, d.h. dass von der Empfehlung der Kommission abgewichen werden darf, allerdings nur um den Preis ausdrücklicher Offenlegung.

<sup>572</sup> Vgl. Steih (2002), S.2

Liquiditäts- und Finanzlage der Gesellschaft) klar definieren und verankern, ohne dabei ein effektives Arbeiten durch Aufgabenüberlastung zu verhindern.

Wichtig in diesem Zusammenhang ist die neu hinzugefügte **Ziffer 5.3.2.i**. Sie lautet:  
**„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.“**<sup>573</sup>

Da Bewertungsfragen wesentlichen Einfluss auf das bilanzielle Gesamtbild von Immobilienunternehmen haben, ist es sinnvoll, Bewertungsfragen in einem separaten Ausschuss zu erörtern und diese Aufgabe nicht dem Prüfungsausschuss zu übertragen. Zum einen kann sich der Bewertungsausschuss so auf seine eigentliche Arbeit konzentrieren und wird nicht vordergründig von bilanzpolitischen Erwägungen und Auswirkungen unterschiedlicher Bewertungsverfahren geleitet. Zum anderen kann nach einer fachlich versierten und ggf. durch externe Berater bereicherten Diskussion, eine erneute Reflektion der Ergebnisse, entweder gleich im Plenum erfolgen oder zuerst in kleinerer Runde mit dem Prüfungsausschuss.

Die Entwicklung in der deutschen Immobilienwirtschaft hat in den letzten Jahren gezeigt, dass dem Thema Bewertung in der Governance-Diskussion eine ausserordentlich wichtige Bedeutung zukommt. Dies legt eine detaillierte und sorgfältige Bearbeitung dieses Themas in den Unternehmen nahe.

#### Nomination Committee–Personalausschuss

Der Personalausschuss ist in den meisten Unternehmen wie der Prüfungsausschuss ein Dauerausschuss (standing committee).<sup>574</sup> Der Aufgabenbereich des Personalausschusses wird im Einsetzungsbeschluss durch das Plenum definiert.<sup>575</sup>

In der Regel ist der Personalausschuss ein vorbereitender Ausschuss, der sich mit allen Personalangelegenheiten befasst wie z.B. der Vorbereitung von Plenumsentscheidungen zur Bestellung, Verlängerung von Anstellungsverträgen oder der Abberufung von

---

<sup>573</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 14, Ziffer 5.3.2.i.

<sup>574</sup> Vgl. Hoffmann-Becking (1988), §32 Rn 6 und 7.

<sup>575</sup> In Unternehmen, die dem MitbestG und dem MontanMitbestG unterliegen, ist die Einrichtung eines Vermittlungsausschusses vorgeschrieben. Aufgabenbereich und Zusammensetzung werden durch die §§ 27 Abs.3, 31 Abs. 3 Satz 1 MitBestG definiert. Seine Bildung muss direkt nach der Wahl des ARV und seines Stellvertreters durchgeführt werden (siehe § 27 Abs. 1 und 3 MitBestG).

Vorstandsmitgliedern/Geschäftsführern.<sup>576</sup> In der Praxis bereitet dieser Ausschuss auch alle sonstigen Personalentscheidungen vor, wie z.B. Befreiung von Vorstandsmitgliedern von Wettbewerbsverboten (§ 88 AktG), Kreditgewährung an Vorstandsmitglieder (§ 89 AktG) sowie die Genehmigung von Kredit- und Beraterverträgen für Aufsichtsratsmitglieder (§§ 114, 115 AktG). Nur der Gesamtaufsichtsrat kann über die Organbestellung eines Vorschlages bestimmen.<sup>577</sup> Ein vom Personalausschuss abgeschlossener Anstellungsvertrag kann daher auch keine Verpflichtung für den Gesamtaufsichtsrat beinhalten, den ausgewählten Kandidaten zu bestellen.<sup>578</sup>

Die Verlagerung der Vorbereitung von Personalentscheidungen in einen Ausschuss macht insofern Sinn, als es sich um vertrauliche Vorgänge handelt, etwa wenn ein Bewerber, der noch in einem Dienstverhältnis mit einem anderen Unternehmen steht, sich dem Personalausschuss vorstellt. Verschwiegenheit gilt für die Ausschussmitglieder nicht nur gegenüber anderen Aufsichtsratsmitgliedern, die nicht dem Personalausschuss angehören, sondern wird auch in den meisten Fällen von den Bewerbern als Vorbedingung für die Aufnahme von Gesprächen eingefordert.<sup>579</sup> Um sich ein Bild über die Qualifikation des Bewerbers machen zu können, muss der Ausschuss Unterlagen (z.B. Lebenslauf, Zeugnisse, Referenzen etc.) sichten, auswerten und Erkundigungen über den Kandidaten einholen.<sup>580</sup> Alle Ausschussmitglieder sollten Gelegenheit haben, persönlich mit den Bewerbern zu sprechen. Nach der Empfehlung an das Plenum gilt dies auch für alle weiteren Mitglieder des Aufsichtsrates. SIEBEL merkt an, dass in der Regel das Plenum den Personalvorschlag des Ausschusses annimmt.<sup>581</sup>

Darüber hinaus sollte sich der Personalausschuss auch der Nachwuchsförderung widmen und den im eigenen Unternehmen vorhandenen Führungsnachwuchs beobachten und fördern. Bei etwaigen Nachfolgeentscheidungen können so die im eigenen Unternehmen vorhandenen Potenziale schneller genutzt und die Einbindung kostspieliger Personalberater vermieden werden. Die Bestellung eines Vorstandsmitglieds aus dem eigenen Führungsnachwuchs ist zudem risikoärmer als die Einstellung eines externen Kandidaten. Im Rahmen der Nachwuchsförderung sollte der

---

<sup>576</sup> Siehe § 84 Abs. 1 Satz 1 i. V. m. § 107 Abs. 2 Satz 2 AktG; Kodex 5.1.2.

<sup>577</sup> Siehe § 107 Abs. 3 Satz 2 AktG.

<sup>578</sup> Siehe Mertens (1985), § 84, Rn. 7.

<sup>579</sup> Vgl. Lutter (1984), S. 118; Rellermeyer (1986), S. 53.

<sup>580</sup> Vgl. Mertens (1985), § 107, Rn. 160.

<sup>581</sup> Vgl. Siebel (1999b), Rn G 131, S. 333.

nun bestellte Mitarbeiter zuvor konsequent an die Führungsverantwortung herangeführt worden sein und dem Personalausschuss fortlaufend über seine Aufgabengebiete im Unternehmen berichtet haben.<sup>582</sup>

Die Mitglieder dieses Ausschusses brauchen keine besonderen fachlichen Spezialkenntnisse, sondern eher gute Menschenkenntnisse und „soft skills“ (gesunder Menschenverstand). Sie sind es, die feststellen müssen, ob die „Chemie“ zwischen dem Kandidaten und den zukünftigen Kollegen stimmt.

#### Remuneration Committee – Vergütungsausschuss

Der Vergütungsausschuss hat mit seinen unabhängigen Mitgliedern die Aufgabe, die Gesamtvergütung des Top Managements und insbesondere die variablen Vergütungsanteile wie z.B. Prämien, Boni und Aktienoptionen<sup>583</sup> festzulegen und Pensionsverträge auszuhandeln. Ebenso hat er darauf zu achten, keine kontraproduktiven Anreizsysteme zu entwerfen.<sup>584</sup>

Die in letzter Zeit medienwirksam geführte Diskussion über angemessene Vorstandsvergütungen wie z.B. im Fall Mannesmann und deren Offenlegung machen deutlich, dass bei diesem sensiblen Thema Handlungsbedarf besteht.<sup>585</sup> Auffallend ist hierbei, dass in den diskutierten Fällen die angeprangerten Vorstandsbezüge häufig von kleinen Vergütungsausschüssen beschlossen wurden.<sup>586</sup> Aufsichtsratsmitglieder, die nicht in diesen Vergütungsausschüssen vertreten waren, distanzieren sich von deren Arbeit und Empfehlungen.<sup>587</sup>

Ebenso wie bei den anderen Ausschüssen stellt sich hier die Frage einer Einbeziehung institutioneller Investoren in die Ausschussarbeit. Institutionelle Investoren mit glaubhaft langfristigem Commitment auch in der Unternehmensgestaltung können eine

---

<sup>582</sup> Vgl. Peltzer (2003), Rn. 173, S. 72 f.

<sup>583</sup> Die Gewährung von stock options als Vergütungsbestandteil obliegt nach dem KonTraG der Hauptversammlung, die über eine derartige Vergütung beschließen muss (vgl. §§ 71 Abs.1 Nr.8, 193 Abs. 2 Nr. 4).

<sup>584</sup> Vgl. Böckli (2003), S. 217.

<sup>585</sup> Der Verweis auf die Vergütungsstrukturen amerikanischer Manager, der immer wieder in Zusammenhang mit der zunehmenden Globalisierung und der damit einhergehenden Angleichung der Managergehälter genannt wird, hinkt sehr, da amerikanische Manager weder langfristige Verträge noch eine Altersruhegeldversorgung von ihrem Arbeitgeber erhalten. Darüber hinaus können sie sehr viel stärker in die Haftung genommen werden, als deutsche Manager.

<sup>586</sup> Vgl. Peltzer (2003), Rn. 194, S. 78.

<sup>587</sup> Vgl. Peltzer (2003), Rn. 195, S. 78.

unternehmensübergreifende Sicht z.B. bei Vergütungsfragen beisteuern. Sie können darüber hinaus auch hilfreich bei der Benennung und Anwerbung neuer Talente sein.<sup>588</sup>

#### Appraisal Committee - Bewertungsausschuss<sup>589</sup>

Die Mitglieder des Bewertungsausschusses müssen sich aus dem Kreis des Aufsichtsrates zusammensetzen.<sup>590</sup> Mit dem im InvG verankerten Sachverständigenausschuss hat der Gesetzgeber für die Offenen Fonds ein Gremium installiert, welches eine detaillierte und unabhängige Bewertung von Vermögensgegenständen nach dem Inventarprinzip sicherstellen soll.<sup>591</sup> Eine Einbindung externer Expertise wie bei den Offenen Immobilienfonds erscheint hier, insbesondere wenn das Unternehmen die Zeitwerte seiner Immobilien ausweisen möchte, als sehr sinnvoll. Gerade bei großen Immobilienbeständen müssen diese Immobiliengutachter keine vereidigten Sachverständigen sein. Hier leisten sich markterfahrene Experten wie z.B. RICS-Mitglieder oder Geschäftsführer großer angelsächsischer Maklerhäuser (z.B. JonesLangLaSalle oder CB Richard Ellis) oder anderer, nahe am Markt agierender Immobiliengesellschaften) häufig bessere Arbeit. Zusammensetzung und Aufgaben dieses Bewertungsausschusses sollten bei allen Immobilienkapitalgesellschaften Basis für die Bewertung ihres Immobilienvermögens sein. Die Besetzung dieses Ausschusses mit mindestens drei unabhängigen, zuverlässigen und fachlich geeigneten Persönlichkeiten, soll die notwendige Unabhängigkeit für diesen sensiblen Bereich gewährleisten.<sup>592</sup> Deshalb sollten weder Angestellte noch Mitglieder eines Aufsichtsorgans der Immobilienkapitalgesellschaft oder eines mit dieser Gesellschaft verbundenen Unternehmens dort tätig sein dürfen<sup>593</sup>. Die Sachverständigen sollten durch den Vorstand bzw. die Geschäftsführung der Immobilienkapitalgesellschaft dem Aufsichtsgremium vorgeschlagen werden. Sie sollen als immobilienwirtschaftlicher Bewertungsbeirat für diesen fungieren und nach dessen Zustimmung bestellt werden.

---

<sup>588</sup> Vgl. Monks (2002), S. 122 f.

<sup>589</sup> Die Begriffe Appraisal Committee, Bewertungsausschuss und Sachverständigenausschuss sollen im Folgenden synonym verwendet werden.

<sup>590</sup> Vgl. Interview Weber.

<sup>591</sup> Vgl. § 70 i.V.m. §§ 67 und 68 InvG; Alda (2004), S. 254.

<sup>592</sup> Vgl. Alda (2004), S. 254.

<sup>593</sup> Dies beinhaltet auch, dass der Sachverständige in keinem wirtschaftlichen Abhängigkeitsverhältnis zur beschäftigenden Gesellschaft stehen darf, keine persönlichen oder verwandtschaftlichen Beziehungen zu Angehörigen der Fondsgesellschaft oder eines verbundenen Unternehmens haben darf oder Kapitalanteile an dieser halten darf.

Um, insbesondere bei europa- oder sogar weltweit agierenden Unternehmen, der immobilienwirtschaftlichen Dynamik und evtl. Erklärungsbedarf des Prüfungsausschusses gerecht zu werden, sollte der Bewertungsbeirat mindestens zweimal pro Geschäftsjahr tagen.

Bei der Frage der Methodik der Immobilienbewertung wird der Sachverständigenausschuss in Zukunft verstärkt über die Anwendung angelsächsischer und damit IAS/IFRS-konformer Bewertungsmethoden zu befinden haben. Das alleinige Festhalten an den im BauGB und der WertV zu Verkehrswertermittlung vorgeschlagenen Verfahren (Vergleichswert-, Sachwert- und Ertragswertverfahren) ist nicht zielführend. Wesentlich sollte bei der Bewertung der nachhaltig erzielbare Mietertrag sein.

Die fachliche Qualifikation eines solchen Bewertungsbeirats sollte nicht allein auf dem Kenntnisstand eines öffentlich bestellten und vereidigten Sachverständigen zur Wertermittlung von Grundstücken oder der „weichen“ Formulierung des InvG beruhen<sup>594</sup>, sondern auch Qualifikationsstandards wie die der RICS oder des Appraisal Institute (AI) berücksichtigen. Nur so kann dem immer stärker werdenden internationalen Immobilienbewertungsaspekt Rechnung getragen werden.

Ob, wie bei den offenen Immobilienfonds, das BaFin die Ernennung von Ausschussmitgliedern in diesem Zusammenhang aufgrund mangelnder persönlicher oder fachlicher Eignung unterbinden und andere Sachverständige bestellen kann und sollte, kann an dieser Stelle nur theoretisch erörtert werden.<sup>595</sup> Mit einer solchen Maßnahme würde eine Behörde Verantwortung im konkreten Fall übernehmen, was sicherlich zu einer zusätzlichen Bürokratisierung führen und das System starrer machen würde. Eine Lösung auf verbandspolitischer Ebene (z.B. BIIS Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen<sup>596</sup>) nach Vorbild der DVFA wäre hier sicher systemkonformer und sachdienlicher. Dieser Verband sollte klare Anforderungen<sup>597</sup> an ein solches Berufsbild unter Berücksichtigung der internationalen Bewertungspraxis

---

<sup>594</sup> „Die Mitglieder des Sachverständigenausschusses müssen unabhängige, zuverlässige und fachlich geeignete Persönlichkeiten mit besonderen Erfahrungen auf dem Gebiet der Bewertung von Grundstücken sein“, siehe § 77 Satz 2 InvG.

<sup>595</sup> Vgl. Brunner (1994), S. 462 und § 77 Abs. 3 InvG und vgl. Alda (2004), S. 254.

<sup>596</sup> Im BIIS sind nach eigenen Angaben 85 Sachverständigenbüros mit 250 Mitarbeitern organisiert, die in 2004 rund 15.000 Wertgutachten mit einem Bewertungsvolumen von rund 120 Mrd. Euro erstellt haben, vgl. Reichel (2005), S. 45.

<sup>597</sup> Z.B. Eingangsqualifikation des Sachverständigen, Bandbreite der zu beherrschenden Bewertungsverfahren, Berufliche Mindest Erfahrung, Maximale Einkommensgrenzen in Bezug auf ein Beratungsmandat, Zeitraum der Bestellung, Wiederwahl etc.



definieren, ein Gütesiegel, gleich dem Certified Financial Analyst (CFA), verleihen und „harte“ Standeskriterien ähnlich denen eines Ehrenkodexes erlassen.

#### 4.3.2.5.4 Zusammensetzung und Vergütung

Neben den Aufgaben und Zuständigkeiten des Aufsichtsrates verdient die Zusammensetzung des Aufsichtsrates, die Anzahl der wahrzunehmenden Mandate jedes Aufsichtsratesmitgliedes sowie die Vergütung seiner Mitglieder besondere Beachtung. So wird in Ziffer 5.4.3 gefordert, dass Vorstände bei konzernexternen, börsennotierten Gesellschaften nicht mehr als 5 Aufsichtsratsmandate wahrnehmen dürfen. Dies ist im Vergleich zum AktG eine deutlich restriktivere Regelung.<sup>598</sup> Ständig komplexer werdende unternehmerische Abläufe, die „hochgradige Technisierung von Produkten und Dienstleistungen“<sup>599</sup>, die immer schneller werdende Veränderungen von Markt- und Wettbewerbsverhältnissen, die Globalisierung und nicht zuletzt eine „Überregulierung des Aktienwesens“<sup>600</sup> haben zu einer immer höheren zeitlichen, management- und fachspezifischen Beanspruchung von deutschen Aufsichtsräten geführt. Deren Tätigkeit entwickelt sich in Deutschland, wie in anderen Ländern auch, von einem Neben- oder Ehrenamt zu einem Vollzeitberuf. Um von der Tätigkeit als „Berufsaufsichtsrat“ leben zu können, dürften fünf Mandate bei kleineren, nicht börsennotierten Unternehmen kaum ausreichend sein. Daher ist zu begrüßen, dass der Kodex für diese Gruppe bis zu zehn Aufsichtsratsmandate zulässt.<sup>601</sup>

#### 5.4.1.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.“**

---

<sup>598</sup> Laut § 100 Abs. 2 AktG darf ein Aufsichtsratsmitglied bis zu 10 Aufsichtsratsmandate betreuen, wobei der Vorsitz in einem Aufsichtsrat doppelt zählt.

<sup>599</sup> Claussen/Bröcker (2002), S. 1203.

<sup>600</sup> Claussen/Bröcker (2002), S. 1203.

<sup>601</sup> Vgl. Claussen/Bröcker (2002), S. 1203.

**In Aufsichtsräten der Immobiliengesellschaften soll eine hinreichende Zahl von Aufsichtsratsmitgliedern über derartige besondere Kenntnisse oder Erfahrungen verfügen.“<sup>602</sup>**

Ziffer 5.4.1.i stellt für die Aufsichtsräte das Pendant zu Ziffer 4.2.i für die Vorstände her. Der Aufsichtsrat von Konzernen, deren Konzerngesellschaften in größerem Umfang Immobiliengeschäfte tätigen, sollte mindestens ein Aufsichtsratsmitglied auf Konzernebene die aus Immobiliengeschäften der Konzerngesellschaften erwachsenden möglichen Risiken einschätzen und bewerten können. Für den Aufsichtsrat der operativ tätigen Immobiliengesellschaft fordert der Kodex in Form einer Muss-Vorschrift eine hinreichende Zahl von immobilienwirtschaftlich erfahrenen Aufsichtsratsmitgliedern. Dies bedeutet zumindest auf der Ebene der Konzerngesellschaft eine Verschärfung der operativen Kontrollpraxis, die zu begrüßen ist. Die in Ziffer 5.4.1.i geforderte „hinreichende“ Zahl von Aufsichtsratsmitgliedern kann wiederum in Abhängigkeit von erzielbarem Umsatzvolumen oder eingegangenen Risiko zu sehen. Wie in Ziffer 3.3.i muss dies unternehmensspezifisch festgelegt werden.

Die hier erhobenen Forderungen insbesondere an das Qualifikationsniveau der Entscheider sind einleuchtend und sinnvoll, sind aber in Praxis bisher nur bedingt erfüllt. Zwar hat z.B. die ebs IMMOBILIENAKADEMIE seit ihrer Gründung alleine schon über 2.500 immobilienwirtschaftliche Führungskräfte auf dem Gebiet der Immobilienökonomie geschult und weitergebildet, dennoch sind entsprechende Manager und damit potentielle Aufsichtsratskandidaten in Deutschland selten. Auch muss die Frage gestellt werden, inwieweit langgediente Aufsichtsräte ohne immobilienwirtschaftliche Erfahrung sich diese durch Seminare oder Lehrveranstaltungen noch aneignen wollen.<sup>603</sup>

Darüber hinaus formuliert der Kodex Negativanforderungen an Aufsichtsratskandidaten, die besagen, „dass dem Aufsichtsrat nicht mehr als zwei ehemalige Mitglieder des Vorstands angehören sollen und dass Aufsichtsratsmitglieder keine Organfunktionen oder Beratungsaufgaben bei wesentlichen Wettbewerbern des Unternehmens ausüben sollen“<sup>604</sup>.

---

<sup>602</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 15, Ziffer 5.4.1.i.

<sup>603</sup> Vgl. Interview Weber.

<sup>604</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 15, Ziffer 5.4.2.

Die in Ziffer 5.4.5 geregelte Zusammensetzung der Aufsichtsratsvergütung, bestehend aus einer festen sowie einer erfolgsorientierten Vergütung, soll den bereits beschriebenen Wandel des Berufsbildes Aufsichtsrat unterstreichen. Diese „erfolgsorientierte Vergütung sollte auch auf den langfristigen Unternehmenserfolg bezogene Bestandteile enthalten“<sup>605</sup>. Der Kodex stellt fest, dass die Aufsichtsratsvergütung

- „der Verantwortung und dem Tätigkeitsumfang der Aufsichtsratsmitglieder
- der wirtschaftlichen Lage und
- dem Erfolg des Unternehmens

Rechnung“<sup>606</sup> tragen soll. „Dabei sollen der Vorsitz und der stellvertretende Vorsitz im Aufsichtsrat sowie der Vorsitz und die Mitgliedschaft in den Ausschüssen berücksichtigt werden. Die Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder soll im Anhang des Konzernabschlusses individualisiert, aufgegliedert nach Bestandteilen ausgewiesen werden“<sup>607</sup>.

Die derzeitige Praxis der Aufsichtsratsvergütung weist zwar nach den Ergebnissen von Studien von Towers Perrin<sup>608</sup> und des Deutschen Aktieninstituts<sup>609</sup> eine zunehmende Dynamik, aber auch unverändert erhebliche Defizite auf. Diese liegen insbesondere in den Vergütungsstrukturen und der Systematik, die noch nicht die gestiegenen Anforderungen an die Funktionsträger widerspiegeln.

Die engagierte und loyale Aufsichtsratsarbeit soll dabei ebenso wie das zukünftig aufwändigere Zeitpensum und die sich verschärfenden Haftungsrisiken honoriert werden.<sup>610</sup> Bei der Frage, wie eine erfolgsorientierte Vergütung aussehen könnte,

---

<sup>605</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 15, Ziffer 5.4.5.

<sup>606</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 15, Ziffer 5.4.5.

<sup>607</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 15, Ziffer 5.4.5.

<sup>608</sup> Vgl. Towers Perrin (2002), in dieser Studie wurden Satzungen und Einladungen zur Hauptversammlung von 30 Dax-, 56 MDAX- und 30 Nemax 50-Unternehmen untersucht (Stand Ende September 2002). Siehe auch Towers Perrin (2003a), hier wurden die Entsprechenserklärungen der 100 größten deutschen börsennotierten Unternehmen analysiert.

<sup>609</sup> Das Deutsche Aktieninstitut untersuchte im Sommer 2002 die Aufsichtsratsvergütung bei deutschen börsennotierten Unternehmen. Die Studie basierte auf einer bei allen börsennotierten Unternehmen durchgeführten Umfrage und einer Auswertung der Entsprechenserklärungen für 2002. Insgesamt nahmen 246 Unternehmen an der Umfrage teil, darunter 22 DAX-30-, 34 MDAX-, 21 SMAX- und 46 NEMAX-ALL-SHARE-Unternehmen, vgl. Helbig (2003).

<sup>610</sup> Vgl. Claussen/Bröcker (2002), S. 1203.

werden auch Aktienoptionen (Stock-Options)<sup>611</sup> angeführt, die bei Vorstandsvergütungen recht häufig eingesetzt werden. Hierzu hat der II. Zivilsenat des BGH<sup>612</sup> in einer Grundsatzentscheidung entschieden, dass Aufsichtsratsmitglieder deutscher Unternehmen keine Aktienoptionen erhalten dürfen, da eine teilweise Aufsichtsratsvergütung mit Aktienoptionen nicht mit § 192 AktG<sup>613</sup> vereinbar sei. Kritiker bemängeln vor allem, „dass der Aufsichtsrat als Überwacher nicht dieselben Anreizmodelle haben dürfe wie das Management“<sup>614</sup>. Die Towers Perrin-Studie „Aufsichtsratsvergütung 2003“ kommt zu dem Schluss, „langfristige Vergütungsbestandteile spielen [...] in der Vergütung von Aufsichtsräten in allen ausgewerteten DAX-Segmenten bislang eine untergeordnete Rolle“<sup>615</sup>. Der vom Deutschen Aktieninstitut und Towers Perrin im Juni 2003 propagierte Vergütungsvorschlag sieht eine fixe Vergütung von 50%, sowie eine variable Vergütung von 50% vor. Die variable Vergütung orientiert sich zu 25% an der Rentabilität des eingesetzten Kapitals sowie zu 25% am Total Shareholder Return<sup>616</sup>. Trotz des im März 2004 vom Bundesgerichtshof gefällten Urteils, Aktienoptionen seien für Aufsichtsräte unzulässig, ist eine variable Aufsichtsratsvergütung damit nicht generell ausgeschlossen.

Die Forderung nach einer variablen, leistungsorientierten Vergütung für Aufsichtsräte erweckt den Anschein, Aufsichtsräte würden sich bei ihrer Arbeit nicht ausreichend am Unternehmenserfolg orientieren und müssten, weil Leistungssteigerungen nur durch zusätzliche Anreize erfolgen, auf neue Art motiviert werden.<sup>617</sup> Ebenso schwingt die Befürchtung mit, ohne eine solche Form der Entlohnung würden Handlungsspielräume für persönliche Ziele genutzt. Fraglich ist, ob es sich bei Aufsichtsräten um primär extrinsisch motivierte Menschen handelt. Vielmehr ist von einer gut situierten Person, meist einem ehemaligem Vorstandsmitglied, auszugehen, die sich aufgrund ihres Selbstverständnisses und ihrer zum Teil langen Verbundenheit mit dem Unternehmen

---

<sup>611</sup> Stock-Options bieten Teilhabe am langfristigen Unternehmenserfolg, sie haben den Vorteil, dass sie liquiditätsschonend sind.

<sup>612</sup> Siehe AZ.: II ZR 316/02.

<sup>613</sup> § 192 Abs. 2 Satz 3 AktG besagt, dass eine bedingte Kapitalerhöhung nur „zur Gewährung von Bezugsrechten an Arbeitnehmer und Mitglieder der Geschäftsführung der Gesellschaft“ zulässig ist.

<sup>614</sup> O.V. (2004c), S. 12.

<sup>615</sup> Towers Perrin (2003b), S.2.

<sup>616</sup> Also Dividende plus Kurssteigerung.

<sup>617</sup> Die in mitbestimmten Aufsichtsräten sitzenden Arbeitnehmervertreter werden bei dieser Betrachtung bewusst ausgeklammert, da für die spezielle Abführungsvereinbarungen bestehen, und sie somit nicht direkt von einer variablen Vergütungskomponente profitieren. Alle Zahlungen oberhalb eines bestimmten Geldbetrages müssen an die Gewerkschaft abgeführt werden, deren Mitglied sie sind. Leistungszulagen dürften den Output der Arbeitnehmer-Aufsichtsräte daher kaum beeinflussen.

kaum durch Incentives steuern lassen wird. Für Konzernvorstände, die z.B. in den Aufsichtsräten von Tochterfirmen sitzen, greift die Argumentation ebenfalls zu kurz, da sie durch gute Vorstandsarbeit automatisch den variablen Anteil ihrer Vorstandsvergütung verbessern und somit die variable Aufsichtsratsvergütung keinen zusätzlichen Anreiz darstellt.

Unterzieht man die variable Vergütung einer ökonomischen Analyse, so stellt man fest, dass ein Aufsichtsrat zur Leistungserbringung „Anstrengungskosten“ hat. Die Anstrengungskosten spiegeln die Leistungsintensität seiner Arbeit wieder. Es sei angenommen, dass sie mit zunehmender und intensiverer Arbeit steigen. Dies unterstellt den Aufsichtsräten erhebliche Leistungsreserven, die sie aber nur aufgrund eines besonderen finanziellen Anreizes „anzapfen“ würden.<sup>618</sup> Die Leistungsintensität der Aufsichtsratsarbeit leitet sich aus der jeweiligen wirtschaftlichen Situation des zu überwachenden Unternehmens ab. Krisensituationen, wie z.B. eine strategische Neuausrichtung oder die Neubesetzung des Vorstands, fordern dem Aufsichtsrat eine sprunghaft höhere Leistung ab und steigern seine Anstrengungskosten erheblich.<sup>619</sup> Die Incentivierung durch eine variable Vergütung würde hier wenig bewirken, sie könnte sogar so ausgelegt werden, dass der Aufsichtsrat im Vorfeld seine Pflichten nicht ausreichend wahrgenommen habe und dass nun ein vielleicht sogar strafrechtlich relevanter Verstoß gegen das Aktiengesetz vorliege. Fraglich ist ebenfalls, was für ein Signaleffekt durch eine höhere Aufsichtsratsvergütung in einer unternehmerischen Krisensituation bei den Stakeholdern ausgelöst würde.

Der besondere Wert der Aufsichtsratsarbeit liegt in der Krisenprävention. Diese Aufgabe kann auf einer variablen Vergütung nur schwerlich abgebildet werden. Sollten zusätzliche Aufsichtsratsaufgaben mit der variablen Vergütung honoriert werden, müssen diese explizit genannt werden, um eine Bemessungsgrundlage für die von den Aufsichtsräten verlangte erfolgsabhängige Mehrarbeit zu schaffen. Der Kodex greift hier zu kurz. Ein stärkeres Einmischen des Aufsichtsrats in strategische Belange des Vorstands, das den nebenamtlichen Aufsichtsrat stärker in die Verantwortung nimmt, und ein Agieren als quasi „Reservegeschäftsführung“ kann nicht gewünscht sein und ist nach dem Aktiengesetz untersagt.

---

<sup>618</sup> Vgl. Fallgatter (2004), S. 98.

<sup>619</sup> Vgl. Fallgatter (2004), S. 101.

Als Beispiel werden hier oft die erfolgsabhängigen Vergütungssysteme der Outside-Directors<sup>620</sup> in US-amerikanischen Unternehmen angeführt.

Als Fazit bleibt festzuhalten, dass auch variable Vergütungskomponenten Fehlentscheidungen oder Missbrauch in der Aufsichtsratsarbeit nicht sicher verhindern können. Angesichts der Besonderheiten des deutschen Boardsystems stoßen hier angelsächsische Vergütungssysteme an ihre Grenzen. Ein Aufsichtsrat „sollte (allerdings) anteilig soviel verdienen wie ein Vorstand“<sup>621 622</sup>.

Es bleibt zu hoffen, dass die derzeitige Diskussion das herkömmliche Selbstverständnis (quasi die intrinsische Motivation) der Aufsichtsräte nicht unterhöhlt. Die anstehenden Änderungen des Haftungsrechts und die Gefährdung der persönlichen Reputation durch die öffentliche Diskussion von Fehlverhalten eines Aufsichtsrates wirken sicherlich in Richtung einer Verbesserung der Corporate Governance in Deutschland. Andererseits dürfte es unter diesen verschärften Bedingungen zunehmend schwierig werden, qualifizierte und erfahrene (ehrenamtliche) Aufsichtsräte zu rekrutieren.

#### 4.3.2.5.5 Interessenkonflikte

Der Kodex weist mit Satz 1 der Ziffer 5.5.1 darauf hin, dass jedes Aufsichtsratsmitglied dem Unternehmensinteresse verpflichtet ist.<sup>623</sup> MERTENS weist in diesem Zusammenhang auf die Treuepflicht des Aufsichtsratsmitglieds gegenüber der Gesellschaft hin, deren Geschäftstätigkeit er nach § 111 AktG sorgfältig und gewissenhaft zu überwachen hat.<sup>624</sup> Satz 2 thematisiert die mögliche Kollision von persönlichem und Unternehmensinteresse. Wenn einem Aufsichtsratsmitglied im Rahmen seiner Tätigkeit „corporate opportunities“<sup>625</sup> d.h. Geschäftschancen bekannt werden, so dürfen diese nicht für private Zwecke genutzt werden. Mit dieser Vorgabe verdeutlicht der Kodex ausländischen Investoren, dass auch in einer dualen

<sup>620</sup> Outside-Directors sind unternehmensexterne Boardmitglieder, die nicht beim Unternehmen angestellt sind.

<sup>621</sup> Interview Weber.

<sup>622</sup> Weber schlägt vor, die Anzahl der AR-Sitzungstage mit 2 (für Vor- und Nachbereitung) zu Multiplizieren und dann ins Verhältnis zur Vorstandsentslohnung pro Tag zu setzen. Für den ARV sieht Weber mindestens das doppelte Gehalt eines Aufsichtsratsmitgliedes. Weber befürwortet die monatliche Präsenz des Aufsichtsratsvorsitzenden im Unternehmen für mindestens einen Tag, was i.d.R. die vierfache Entlohnung eines Aufsichtsratsmitgliedes bedeuten dürfte, vgl. Interview Weber.

<sup>623</sup> Vgl. Mertens (1985), § 116, Rn. 22 f.

<sup>624</sup> Vgl. Mertens (1985), § 116, Rn. 22 f.

<sup>625</sup> Als Corporate Opportunities sind hierbei Gelegenheiten zu verstehen, die sich aus der geschäftlichen Tätigkeit des Aufsichtsratsmitgliedes und/oder der Unternehmung ergeben und die vom Aufsichtsratsmitglied zur eigenen Nutzenmaximierung missbraucht werden könnten. Z.B. Kauf eines Grundstücks durch ein Aufsichtsratsmitglied oder einen Angehörigen des Aufsichtsratsmitgliedes, das zu Arrondierungszwecken von der Gesellschaft bald selbst erworben werden soll.

Unternehmensverfassung die Mitglieder des Aufsichtsrates an das Unternehmensinteresse gebunden und ihm verpflichtet sind.

Ein Aufsichtsratsmitglied darf jedoch Geschäftsmöglichkeiten wahrnehmen, wenn er davon privat Kenntnis erlangt, selbst wenn diese möglicherweise auch für das Unternehmen von Interesse wären. Maßgeblich ist hierbei der auch vom AktG geteilte Gedanke, dass ein Aufsichtsratsmandat, im Gegensatz zu einer Vorstandstätigkeit, als Nebenamt parallel zu einem Hauptberuf ausgeübt wird.<sup>626,627</sup> Diese Sichtweise kann in der Praxis Interessenkonflikte auch in der Weise aufwerfen, dass ein Aufsichtsratsmitglied sich in einer Angelegenheit für befangen erklärt. MERTENS merkt an, dass die Berufung eines Aufsichtsratsmitgliedes darauf, dass ein persönlicher Interessenkonflikt vorliege, diesen nicht von der Wahrnehmung seiner Pflichten für die Unternehmung entbindet.<sup>628</sup>

Wichtig ist in diesem Zusammenhang, wie das Unternehmensinteresse zu definieren ist. Je konkreter das Unternehmensinteresse beschrieben ist, desto konkreter können auch Handlungsmaximen für die Mitglieder des Aufsichtsrates definiert werden. Zur Definition des Unternehmensinteresses gehört auch eine klare Abgrenzung zum Gesellschafts- bzw. Aktionärsinteresse.<sup>629</sup> Wiederum macht der Kodex durch die Wahl des Wortes Unternehmensinteresses deutlich, dass es ihm um eine ganzheitliche Betrachtung (Stakeholder-Perspektive) des Sachverhalts ankommt.

### **5.5.1.i**

**„Ziffer 4.3.6.i gilt entsprechend für die Mitglieder des Aufsichtsrats“<sup>630</sup>**

Hier sei auf die Ausführungen zur Ziffer 4.3.6.i verwiesen. Der Kodex will Interessenkonflikten von Aufsichtsratsmitgliedern primär durch Transparenz vorbeugen und sagt daher in Ziffer 5.5.2, dass jedes Aufsichtsratsmitglied Interessenkonflikte, „die auf Grund einer Beratung oder Organfunktion bei Kunden, Lieferanten, Kreditgebern oder sonstigen Geschäftspartnern entstehen können, dem Aufsichtsrat gegenüber offen legen“<sup>631</sup> muss.

---

<sup>626</sup> Vgl. Fleck (1991), S. 89 f.

<sup>627</sup> Siehe §§ 85 Abs. 1, 88, 103 und 105 AktG.

<sup>628</sup> Siehe Mertens (1985), § 116 Rn. 23 m.w.N..

<sup>629</sup> Vgl. Kremer (2003b), Rn. 781, S. 207.

<sup>630</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 16, Ziffer 5.5.1.i.

<sup>631</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 16, Ziffer 5.5.2.

Die Offenlegungsempfehlung gilt sowohl für einzelfallbezogene (z.B. ein zeitlich befristetes Beratungsmandat) wie auch für dauerhafte Interessenkonflikte (z.B. Organfunktion eines Aufsichtsratsmitgliedes bei Kunden etc.). Jedes Aufsichtsratsmitglied sollte, soweit der gesamte AR nicht bereits durch Beschlussfassung alle Kodexempfehlungen akzeptiert hat, dem Aufsichtsratsvorsitzenden eine individuelle Einverständniserklärung<sup>632</sup> abgeben, in der zum Ausdruck kommt, wie lange sich das Aufsichtsratsmitglied an diese Offenlegungspflicht bindet und ob ein Widerrufsvorbehalt seitens des Aufsichtsratsmitgliedes besteht.<sup>633</sup>

Der Grad der Offenlegung richtet sich nach der Komplexität des Konflikts. Aufgrund des offen gelegten Sachverhalts, muss der Aufsichtsrat in der Lage sein, den Interessenkonflikt nachzuvollziehen und zu bewerten. Zur Frage der Offenlegung sollte sich der Aufsichtsrat Regeln geben, die Zeitpunkt und Umfang der Offenlegung bestimmen. Eventuell kann hierbei auch ein fallbezogener Ausschuss gegründet werden, der im Falle eines offen gelegten Interessenkonfliktes eines Aufsichtsratsmitgliedes zusammentritt, um den Konflikt zu analysieren, Verfahrensempfehlungen abzugeben und seine Empfehlung für den Aufsichtsrat vorzubereiten. Als Sitzungsleiter hat der Aufsichtsratsvorsitzende dann die Aufgabe, den offen gelegten Sachverhalt zu prüfen und Maßnahmen festzulegen. Hierbei kann ein allgemeines Stimmverbot oder eine Stimm- und Tätigkeitseinschränkung (im Aufsichtsrat) für das betroffene Aufsichtsratsmitglied erlassen werden.<sup>634</sup> In der Praxis wird sich ein „conflicted“ Aufsichtsratsmitglied bei der Abstimmung von ihm betreffenden Sachverhalten einfach der Stimme enthalten.<sup>635</sup>

Die Offenlegung und Information über den Interessenskonflikt erfolgt gegenüber dem Aufsichtsratsvorsitzenden, der seinerseits den gesamten Aufsichtsrat in Kenntnis setzt, um somit der Forderung von Ziffer 5.5.2. Folge zu leisten.

Weitergehende Maßnahmen, z.B. den Ausschluss von „conflicted“ Aufsichtsratsmitgliedern bei Beratungen oder Abstimmungen, werden vom Kodex nicht

---

<sup>632</sup> Die Frage der Form der Einverständniserklärung (mündlich oder schriftlich) lässt der Gesetzgeber offen. Aus Gründen der Nachvollziehbarkeit ist eine schriftliche Erklärung aus Sicht des Verfassers jedoch zu bevorzugen.

<sup>633</sup> Diese individuelle Einverständniserklärung lässt sich aus § 161 AktG ableiten. Sie stellt die Basis für die vom Kodex verlangte Entsprechenserklärung dar. Der konkrete Inhalt der Einverständniserklärung wurde vom Gesetzgeber nicht festgelegt, so dass hier ebenfalls ein Ausschuss einheitliche Regelungen treffen sollte. Siehe Kapitel 4.1.2.5.

<sup>634</sup> Vgl. Lutter/Krieger (2002), Rn. 769 f.

<sup>635</sup> In mitbestimmten AR könnte sich durch die Enthaltung eines Anteilseignervertreeters eine Mehrheit der Arbeitnehmerbank für diesen speziellen Abstimmungssachverhalt ergeben. Zur Lösung dieser Problematik sei auf den vorbereitenden Ausschuss verwiesen.



genannt und müssen im Einzelfall vom Plenum festgelegt werden. Die Baums-Kommission hatte in diesem Zusammenhang vorgeschlagen, klare Regeln für die Offenlegungspflicht im Kodex zu entwickeln, um durch die damit gewonnene Transparenz schon ex ante die Entstehung von möglichen Interessenskonflikten zu vermeiden.<sup>636</sup>

Das KonTraG verpflichtet bei börsennotierten Gesellschaften Aufsichtsratsbewerber dazu, andere Aufsichtsratsmandate und/oder vergleichbare Tätigkeit in in- und ausländischen Kontrollgremien sowie den ausgeübten Beruf offenzulegen.<sup>637</sup> Die Offenlegung dieser Angaben hat gemäß HGB nicht nur gegenüber der Hauptversammlung, sondern auch jährlich in aktualisierter Form im Anhang des Konzernabschlusses von börsennotierten Gesellschaften zu erfolgen.<sup>638</sup> Aktionären, potentiellen Anlegern und der interessierten Öffentlichkeit soll damit die Chance gegeben werden, sich ein Bild von der Qualifikation, der individuellen zeitlichen Belastung und von möglichen Interessenkonflikten der einzelnen Aufsichtsratsmitglieder zu machen.<sup>639</sup> Hiermit reagierte der Gesetzgeber auf die engen Verflechtungen innerhalb der „Deutschland-AG“, bei der in der Vergangenheit weniger auf die Qualifikation und Sachkunde von Aufsichtsratsmitgliedern, als vielmehr auf die Gewinnung potentieller Geschäftspartner oder „Türöffner“ für neue Kundengruppen Wert gelegt wurde. Wie offen gelegte Interessenkonflikte konkret behandelt werden sollen, ist aus juristischer Sicht nur in Ansätzen geregelt. Hier bedarf es angesichts ggf. komplexer Sachverhalte strikterer Vorgaben von Seiten der Immobilienwirtschaft.

Nach der Kodexempfehlung zur Offenlegung von Interessenkonflikten in Ziffer 5.5.2. soll jedes Aufsichtsratsmitglied ihn betreffende Interessenkonflikte dem Aufsichtsratsvorsitzenden melden und offen legen.<sup>640</sup> Der Aufsichtsratsvorsitzende wird dann den Aufsichtsrat informieren und im Einzelfall geeignete Maßnahmen beschließen, um den Interessenkonflikt auszuräumen. Hier greift Ziffer 5.5.3 des Kodex, die in Satz 1 verlangt, dass der vom Aufsichtsrat für die Hauptversammlung

---

<sup>636</sup> Vgl. Baums (2001), Rz. 69, S. 107, die Baums-Kommission beschränkte den Kreis der Betroffenen nicht allein auf die Aufsichtsratsmitglieder, sondern auch auf Familienmitglieder und dem Aufsichtsratsmitglied nahe stehenden Personen, die auch im selben Unternehmen beschäftigt waren/sind.

<sup>637</sup> Vgl. §§ 124 Abs. 3 S. 3, 125 Abs. 1 S. 3 AktG.

<sup>638</sup> Vgl. §§ 285 Nr. 10, 340a Abs. 4 Nr. 1 HGB.

<sup>639</sup> Siehe Begründung Regierungsentwurf zu § 124 AktG und § 285 Nr. 10 HGB aus der BT-Drucksache 13/9712.

<sup>640</sup> In einem mitbestimmten Aufsichtsrat bezieht sich die Offenlegungspflicht also sowohl auf die Aufsichtsratsmitglieder der Anteilseigner- wie auch der Arbeitnehmerseite.

erstellte Bericht zur Offenlegung nicht nur über die Interessenkonflikte, sondern auch deren Behandlung informiert. Der Kodex lässt offen, welche Form und Informationstiefe dieser Bericht haben muss. Es ist jedoch auf Grund des Wortlautes davon auszugehen, dass hierbei ein schriftlicher Bericht und keine mündliche Mitteilung an die Hauptversammlung erfolgen sollen.<sup>641</sup> Eine Zusammenfassung der aufgetretenen Interessenkonflikte mit einem zum Verstehen der Vorgänge für Dritte ausreichenden Informationsniveau erscheint ausreichend. Sein Inhalt sollte vom Aufsichtsrat beschlossen werden. Hierbei sollte die auf der Hauptversammlung stattfindende Entlastung des Aufsichtsrates nicht aus den Augen gelassen werden.<sup>642</sup> Je höher das Informationsniveau der Hauptversammlung und der Aktionäre, desto eher können bei anstehenden Aufsichtsratswahlen diese Interessenkonflikte berücksichtigt werden und daraus ggf. Veränderungen in der Zusammensetzung des Aufsichtsrates abgeleitet werden.

Im Falle eines nicht auflösbaren („wesentlichen und nicht nur vorübergehenden“<sup>643</sup>) Interessenkonfliktes rät Satz 2, dass dieser Konflikt durch das Ausscheiden des betreffenden Aufsichtsratsmitglieds gelöst werden soll. Dies ist sinnvoll, da ein andauernder Interessenkonflikt mit Blick auf die Reputation und Glaubwürdigkeit des Aufsichtsrats auf Dauer nicht hinnehmbar ist. Offen bleibt jedoch auf welche Weise ein Ausscheiden vollzogen werden soll (Niederlegung des Mandats oder Abberufung aus wichtigem Grund) sowie die Frage, wann ein solches Ausscheiden vollzogen werden soll.<sup>644</sup> Hier ist eine zeitnahe Auflösung des Aufsichtsratsmandates sicherlich sinnvoll. Bei „unwesentlichen und vorübergehenden“ Konflikten bietet sich ein auf die Dauer des Konflikts begrenztes Ruhen des Mandats, die Nichtteilnahme an mit dem Konflikt verbundenen Beratungen im Aufsichtsrat oder einfach nur die Stimmenthaltung bei den Konflikt betreffenden Abstimmungen im Aufsichtsrat bzw. seinen Ausschüssen an. Gerade die durch den Kodex nur bedingt geklärte Frage, wie die Wesentlichkeit eines Interessenkonfliktes zu beurteilen ist und welche Maßnahmen infolgedessen eingeleitet werden sollten, sollte der Aufsichtsrat zum Anlass nehmen, dies in einem Ausschuss zu vertiefen und Regelungen hierfür zu entwerfen.

---

<sup>641</sup> Der Wortlaut von Ziffer 5.5.3 nimmt erkennbar Bezug auf § 171 Abs. 2 AktG, in dem festgelegt wird, dass der Aufsichtsrat der Hauptversammlung vorab schriftlich über das Ergebnis seiner Prüfung zu berichten hat.

<sup>642</sup> § 119 Abs. 1 Ziffer 3 AktG regelt die Entlastung der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats.

<sup>643</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 16, Ziffer 5.5.3.

<sup>644</sup> Vgl. Lutter/Krieger (2002), Rn. 800 f.

Der Kodex greift in Ziffer 5.5.4 die in § 114 AktG geregelte Zustimmungspflicht des Aufsichtsrates auf, wenn Aufsichtsratsmitglieder Dienst- und Werkverträge mit der Gesellschaft abschließen für Aufgaben, die nicht in den Aufgabenbereich des Aufsichtsrats fallen und damit auch nicht durch die Aufsichtsratsvergütung abgegolten sind.<sup>645</sup> Der Kodex unterstreicht auch hier, dass jedes einzelne Aufsichtsratsmitglied seine zusätzlichen Dienst/Werkverträge dem Aufsichtsrat offen legen und eine Billigung des Aufsichtsrates auch zur Durchführung dieser Tätigkeit einholen muss. HOFFMANN-BECKING weist darauf hin, dass Dienst- und Werkverträge, die auch nur teilweise Aufgaben des Aufsichtsrates betreffen, wegen Umgehung der Vergütungskompetenz der Hauptversammlung nichtig und somit nach § 114 AktG nicht zustimmungsfähig sind.<sup>646</sup> Entsprechende Verträge, die nicht vom Aufsichtsrat genehmigt wurden, sind nichtig und bereits an das betroffene Aufsichtsratsmitglied gezahlte Vergütungen müssen zurückgezahlt werden.<sup>647</sup>

Dies bedeutet, dass nur Verträge<sup>648</sup> zustimmungsfähig sind, die sich auf eine eindeutig abgrenzbare Aufgabenstellung eines besonderen Fachgebietes (wirtschaftlich, technisch oder juristisch) beziehen.<sup>649</sup> Je konkreter festgelegt ist, in welchen speziellen Einzelfragen und Aufgabengebieten das Aufsichtsratsmitglied den Vorstand beraten soll und wie diese Tätigkeit zu vergüten ist, desto einfacher kann der Aufsichtsrat zum einen über die Zulässigkeit des Beratervertrages, sowie dessen Ausgestaltung (Tätigkeitsfeld, Vergütung etc.) entscheiden. Das Aufsichtsratsmitglied hat daher den Inhalt des Vertrages dem Aufsichtsrat vor dessen Beschlussfassung offen zulegen.<sup>650</sup> Bei der Abstimmung des Aufsichtsrats gilt für das betreffende Aufsichtsratsmitglied ein Stimmverbot, es darf also wegen der augenscheinlichen Interessenkollision nicht selbst mitstimmen.<sup>651</sup> Um den Prozess der Vertragszustimmung durch den Aufsichtsrat zu

---

<sup>645</sup> Auf Verträge, die ein Aufsichtsratsmitglied nicht mit der Gesellschaft, aber anderen Tochtergesellschaften abschließen könnte, geht der Kodex nicht ein. Hier ist sich auch die Literatur uneins, siehe Übersicht hierzu bei Lutter/Krieger (2002), Rn. 746.

<sup>646</sup> Hoffmann-Becking (1988), § 33, Rn. 26.

<sup>647</sup> Siehe § 134 AktG, Hoffmann-Becking (1988), § 33, Rn. 6.

<sup>648</sup> Der Vertrag darf laut einer Entscheidung des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen (BGHZ) keine verdeckten Sonderzuwendungen an das Aufsichtsratsmitglied enthalten, siehe BGHZ Rz. 126, 340 und 344.

<sup>649</sup> Vgl. Hoffmann-Becking (1988), § 33 Rn. 27; Lutter/Krieger (2002), Rn 735.

<sup>650</sup> Vgl. Lutter/Krieger (2002), Rn. 737, Hoffmann-Becking (1988), § 33 Rn. 30.

<sup>651</sup> Vgl. Lutter/Krieger (2002), Rn. 739, Mertens (1985), § 114 Rn. 12, Siebel (1999b) Rn. C 47; aus eben diesen Gründen sollte das betroffene Aufsichtsratsmitglied auch nicht an der Beratung zu diesem Punkt teilnehmen, sondern nur punktuell zur Klärung etwaiger kurzfristig auftauchender Fragen im Zusammenhang mit dem zustimmungspflichtigen Vertrag hinzugezogen werden.

vereinfachen, kann in der Geschäftsordnung festgelegt werden, dass diese Zustimmung einem Ausschuss übertragen werden kann.<sup>652</sup>

#### 4.3.2.5.6 Haftung

Die Haftung von Aufsichtsratsmitgliedern für Fehlentwicklungen und Unternehmenszusammenbrüche ist in letzter Zeit zu einem brisanten Thema geworden. Scheiterten in der Vergangenheit klagewillige Aktionäre an hohen prozessualen Hürden, so ändert sich dies nun durch das UMAG. Aufsichtsräte sollten sich daher ständig ihrer Verantwortlichkeiten bewusst sein und zukünftig von einer ständigen Erweiterung des Pflichtenrahmens ausgehen. Wie bereits unter Directors' & Officers'-Versicherungen dargestellt, soll durch einen Selbstbehalt bei D&O-Versicherungen ein qualitativ positiver Einfluss auf das Verhalten von Managern und Aufsichtsräten genommen werden. Fraglich ist allerdings, ob eine ausufernde Haftung in Form eines hohen Selbsthalts nicht das unternehmerische Potenzial der betroffenen Personen bremst, ohne dabei die Tätigkeit der Organmitglieder positiv zu beeinflussen. Aus diesem Grund werden im Folgenden die Pflichten und Verantwortlichkeiten von Aufsichtsräten kurz dargestellt.

#### Pflichten- und Sorgfaltsmaßstab für Aufsichtsräte

Das Aktiengesetz ist zu diesem Thema recht vage. Es verweist auf die Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit von Aufsichtsratsmitgliedern<sup>653</sup> und subsumiert sie unter dem Begriff: „Sorgfalt und Verantwortlichkeit eines ordentlichen und gewissenhaften Überwachers“<sup>654</sup>.

Als quasi-gesetzlicher Mindeststandard für Aufsichtsratsmitglieder wird eine Sorgfaltspflicht gesehen, die nach der Verkehrsanschauung von einem ordentlichen Aufsichtsratsmitglied (auch Arbeitnehmervertreter) erwartet werden kann. Unter Zuhilfenahme der Vorstandsberichte und des Abschlussprüferberichtes sollte jedes Aufsichtsratsmitglied in der Lage sein, sich ein Bild von der Gesellschaft, ihrer Lage und Entwicklung zu machen. Um dies sachgerecht und ohne fremde Hilfe beurteilen zu können, ist ein gutes Verständnis der für das Unternehmen relevanten wirtschaftlichen Zusammenhänge unabdingbar. Noch besser sind betriebswirtschaftliche Kenntnisse. In

---

<sup>652</sup> Siehe Siebel (1999b) Rn. C 47, Hüffer (2002), § 114 Rn. 6.

<sup>653</sup> Vgl. § 116 Satz 1 AktG i.V. mit § 93 AktG.

<sup>654</sup> Doralt (2004), § 13 Rn. 1.

Einzelfällen kann oder muss bei etwaigem Beratungsbedarf, ein Sachverständiger hinzugezogen werden. Um seiner Überwachungs- und Ratgeberfunktion gerecht zu werden, sollten sich Aufsichtsratsmitglieder darüber hinaus über ihre Pflichten und Rechten gegenüber dem Vorstand und dessen Berichtspflichten bewusst sein.

Als objektiver Pflichtenmaßstab, also quasi Idealzustand, wird ein Aufsichtsrat gesehen, der die für die Amtswahrnehmung erforderlichen Kenntnisse und Fähigkeiten besitzt oder sich vor Amtsübernahme aneignet und sie während seiner Amtszeit erhält oder sogar vertieft. Der Aufsichtsrat sollte in der Lage sein, den je nach Unternehmensgröße und –komplexität mehr oder weniger umfangreichen, umfassenden und komplizierten Kontrollpflichten mit der gebotenen Sorgfalt nachgehen zu können.

Wie bereits erwähnt, stellt das Gesetz bei der Beurteilung der Sorgfaltspflicht eines Aufsichtsratsmitglieds nicht auf dessen individuelle Fähigkeiten ab und verlangt grundsätzlich keine besonderen Sach- oder Fachkenntnisse. Die Kompetenz des Gesamtaufsehtrats, in den jedes einzelne Mitglied im Idealfall seine besonderen Sach- und Fachkenntnisse einbringt, wird in der Regel in der Lage sein, eine spezifische, auch besondere Sach- und Fachkenntnisse erfordernde Situation zu beurteilen. An Aufsichtsräte mit besonderen beruflichen Kenntnissen und Fähigkeiten wird daher die Sorgfaltspflicht situationsspezifisch höhere Anforderungen stellen.

Bei den die Überwachungsaufgaben des Aufsichtsrats vorbereitenden oder beschließenden Ausschüssen, übernehmen die Mitglieder dieser Ausschüsse aufgrund ihrer besonderen Sach- und Fachkenntnisse eine gesteigerte Verantwortung. Ein „einfaches“, nicht in Ausschüssen engagiertes Mitglied hat demnach eine reduzierte Sorgfaltspflicht, d.h. es muss sich davon überzeugen, dass die Ausschüsse ordnungsgemäß zusammengesetzt sind und sorgfältig arbeiten. Hierzu sind regelmäßige Effizienzprüfungen hilfreich.

Da Aufsichtsräte bei ihrer Überwachungstätigkeit vom Vorstand in Geschäftsangelegenheiten eingeweiht werden, unterliegen sie einer Verschwiegenheits- und Treuepflicht<sup>655</sup>, deren Verletzung Haftungsfolgen auslösen kann. Während die Verschwiegenheitspflicht durch Weitergabe von sensiblen unternehmensspezifischen Daten an Dritte gebrochen wird, müssen bei der Treuepflicht alle mit dem Unternehmensinteresse kollidierenden Belange des Aufsichtsratsmitgliedes außer Acht

---

<sup>655</sup> Vgl. § 116 Satz 2 AktG.

bleiben. Interessenkonflikte (konkurrierende Interessen) sollten von vornherein vermieden werden.

### Aufsichtsrats­tätigkeit und unternehmerisches Ermessen

Der Aufsichtsrat hat die Geschäftsführung in Hinblick auf deren Rechtmäßigkeit, Zweckmäßigkeit und Wirtschaftlichkeit zu überwachen.<sup>656</sup> Dabei sind Sachverhalte sowohl in der Vergangenheit als auch in der Zukunft Gegenstand der Überwachung. Je nach wirtschaftlicher Lage der Gesellschaft kann der Aufsichtsrat seine Überwachungsintensität von einer begleitenden über eine unterstützende bis hin zu einer gestaltenden Überwachung ausweiten.

Die Handlungsmöglichkeiten des Aufsichtsrates bei der vergangenheitsbezogenen, also nachträglichen Überwachung sind aufgrund der Leitungsautonomie des Vorstands<sup>657</sup> limitiert. Sollte ein pflichtwidriges Vorstandsverhalten festgestellt werden, so muss der Aufsichtsrat das betreffende Organmitglied in Haftung nehmen.<sup>658</sup> Bei der Frage der Abberufung<sup>659</sup> oder Schadensersatzpflichtigkeit eines Vorstandsmitglieds hat der Aufsichtsrat einen Beurteilungsspielraum, muss aber die Leitungsautonomie des Vorstands beachten.

Die begleitende Überwachung des Vorstands durch den Aufsichtsrat, bei der dessen kritische Beratung insbesondere bei strategischen Unternehmensentscheidungen im Vordergrund steht, bedingt, dass der Aufsichtsrat in gewissem Masse an der Unternehmensführung teilnimmt.<sup>660</sup> Trotz des nebenberuflichen Charakters der Aufsichtsrats­tätigkeit, dessen Abhängigkeit von den durch den Vorstand vorgelegten Unterlagen und dem im Zweifelsfall eingeschränkten unternehmerischen Ermessen des Aufsichtsrates, ist hier eine Annäherung an den Haftungsmaßstab des Vorstandes zu erkennen.

Unternehmerische Entscheidungen, wie etwa die Bestellung oder Abberufung eines Vorstandes<sup>661</sup>, die Organisation des Vorstands durch die Geschäftsordnung<sup>662</sup>, die Mit-

---

<sup>656</sup> Vgl. § 111 Abs. 1 AktG.

<sup>657</sup> Vgl. § 76 Abs. 1 AktG.

<sup>658</sup> Richtungsweisend ist hier die ARAG-Garmenbeck-Entscheidung des BGH, die dem Aufsichtsrat kein Ermessen, sondern zwingendes Handeln, bei der Entscheidung, ob ein bestehender und beitreibarbarer Schadensersatzanspruch gegen das betreffende Organmitglied verfolgt werden soll, abverlangt.

<sup>659</sup> Vgl. § 84 Abs. 3 AktG.

<sup>660</sup> Beispielhaft sei hier die Beschlussfassung des Aufsichtsrates über zustimmungspflichtige Geschäfte nach

§ 111 Abs. 4 AktG genannt.

<sup>661</sup> Vgl. § 84 AktG.

<sup>662</sup> Vgl. § 77 Abs. 2 AktG.

wirkung an der Ergebnisverwendung<sup>663</sup>, die Mitabgabe der Entsprechenserklärung<sup>664</sup> sowie die Erstellung des Zustimmungskatalogs<sup>665</sup> weisen dem Aufsichtsrat eine Geschäftsleiterrolle zu, was zu einem eigenen unternehmerischen Ermessen des Aufsichtsrats führt und letztendlich auch den Haftungsmaßstab beeinflusst.

#### Verantwortlichkeit des Aufsichtsrats wegen Sorgfaltspflichtverletzung

Eine Haftung pflichtwidrig handelnder Aufsichtsratsmitglieder, etwa durch sorgfaltswidriges Verhalten und einen daraus schuldhaft resultierenden Schaden für die Gesellschaft, kennt das Aktiengesetz nur im Innenverhältnis (Innenhaftung) gegenüber der Gesellschaft, nicht aber gegenüber den Aktionären.<sup>666</sup> Bei Verschulden ist zwischen Vorsatz und Fahrlässigkeit zu unterscheiden. Vorsätzliches Handeln eines Aufsichtsratsmitglieds liegt vor, „wenn es wissentlich und willentlich seine Pflichten verletzt und den Eintritt des Schadens billigt oder zumindest billigend in Kauf nimmt“<sup>667</sup>. Ein fahrlässiges Handeln liegt vor, „wenn das Aufsichtsratsmitglied bei der Ausübung seiner Aufgaben nicht die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Aufsichtsratsmitglieds anwendet“<sup>668</sup>. Als objektiver Maßstab für die Beurteilung der Fahrlässigkeit ist hier ebenfalls wie bei der Bestimmung des Pflichtenmaßstabs auf die bei einem durchschnittlichen Aufsichtsratsmitglied vorhandenen Kenntnisse und Fähigkeiten abzustellen. Eine Berufung des betroffenen Aufsichtsratsmitglieds auf persönliche Unkenntnis und Unfähigkeit stellt hierbei keine Entlastung dar.

#### Haftungsausschluss, Verzicht und Vergleich

Da die aktienrechtlichen Haftungsregeln bindendes Recht darstellen, kann das Haftungsrisiko für ein Aufsichtsratsmitglied weder in der Satzung noch durch individuelle vertragliche Vereinbarung mit der Gesellschaft ausgeschlossen werden. Eine vertragliche Einschränkung des Haftungsmaßstabs, z.B. nur auf grobe Fahrlässigkeit, ist ebenfalls ausgeschlossen. Nur durch einen gesetzmäßigen Hauptversammlungsbeschluss kann der Aufsichtsrat von der Haftung ausgenommen werden, also nicht von der Gesellschaft belangt werden.<sup>669</sup> Haftungsbefreiungen

---

<sup>663</sup> Vgl. § 171 AktG.

<sup>664</sup> Vgl. § 161 AktG.

<sup>665</sup> Vgl. § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG.

<sup>666</sup> Vgl. § 116 Satz 1 i.V.m. § 93 Abs. 2 Satz 1 AktG.

<sup>667</sup> O.V. (2004a), S. 11.

<sup>668</sup> O.V. (2004a), S. 11.

<sup>669</sup> Vgl. § 93 Abs. 4 Satz 1 AktG.

gegenüber Gesellschaftsgläubigern, die ein Organmitglied in Anspruch nehmen wollen, weil sie von der Gesellschaft nicht befriedigt werden konnten, sind unwirksam. Die Möglichkeit der Verzichts- oder Vergleichsvereinbarung zwischen Organmitglied und Gesellschaft besteht erst drei Jahre nach Anspruchsentstehung.<sup>670 671</sup> Da Ersatzansprüche gegen Aufsichtsratsmitglieder erst in fünf Jahren verjähren, stellt ein Entlastungsbeschluss der Hauptversammlung für die Aufsichtsratsmitglieder keinen Verzicht auf mögliche Ersatzansprüche dar.<sup>672</sup>

### Gerichtliche Geltendmachung der Ersatzansprüche

Schadensersatzansprüche müssen gerichtlich von der Gesellschaft (Vorstand) geltend gemacht werden. Der Vorstand muss den die Ansprüche begründenden Tatbestand (selbstständig) auf Schlüssigkeit in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht prüfen und die Erfolgsaussichten sowie die Kosten eines solchen Prozesses beurteilen. Stellt der Vorstand nach Prüfung dieses Tatbestandes eine Schadensersatz auslösende Pflichtwidrigkeit fest, muss er den Ersatzanspruch der Gesellschaft einklagen, es denn, gewichtige Belange und Interessen der Gesellschaft wie z.B. Reputationsverlust in der Öffentlichkeit, negative Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit des Unternehmens oder das Betriebsklima sprächen dagegen. „Nach Ansicht des BGH sollte die Rechtsverfolgung die Regel sein“.<sup>673</sup> Sollte der Vorstand kein pflichtwidriges Handeln seitens des betroffenen Aufsichtsratsmitglieds feststellen oder gewichtige Gründe gegen einen Haftungsprozess sprechen, kann er die Klageerhebung ablehnen. Die einfache Stimmenmehrheit in der Hauptversammlung oder eine Minderheit, „deren Anteile zusammen den zehnten Teil des Grundkapitals erreichen“<sup>674</sup>, können dennoch eine Klageerhebung durch die Gesellschaft erzwingen (Klageerzwingung). Selbst wenn keine Aussicht auf Erfolg besteht, bedingen die einfache Hauptversammlungsmehrheit bzw. die Aktionärsminorität die gesetzliche Pflicht, Klage im Namen der Gesellschaft zu erheben. Auch die Ablösung des Vorstands durch einen vom Gericht bestellten besonderen Interessenvertreter der Aktionäre ist bei „Aktionären, deren Anteile

---

<sup>670</sup> Vgl. § 93 Abs. 4 AktG und § 93 Abs. 4 Satz 3 AktG.

<sup>671</sup> Aktionäre, die Mitglieder des Aufsichtsrates sind, sind von der Beschlussfassung ausgeschlossen.

<sup>672</sup> § 93 Abs. 6 AktG.

<sup>673</sup> O.V. (2004a), S. 13.

<sup>674</sup> § 147 Abs. 1 AktG.



zusammen den zehnten Teil des Grundkapitals oder den anteiligen Betrag von einer Million Euro erreicht“<sup>675</sup>, zulässig.

Durch das KonTraG wurde die für das Quorum notwendige Hürde auf fünf Prozent des Grundkapitals bzw. einen anteiligen Betrag von 500.000 Euro gesenkt.<sup>676</sup> Beim dringenden Verdacht des Vorliegens eines durch Unredlichkeit bzw. grobe Gesetzes- oder Satzungsverletzung verursachten Schadens für die Gesellschaft, kann bei Gericht die Bestellung eines besonderen Aktionärsvertreters beantragt werden, der wiederum im Namen der Gesellschaft die Klageerhebung betreibt.<sup>677</sup> Dieser besondere Vertreter muss ebenfalls eine eigenständige Prüfung der Prozessaussichten in Bezug auf Schlüssigkeit der Vorwürfe in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht durchführen und die Erfolgsaussichten sowie die Kosten eines solchen Prozesses beurteilen. Besteht nach dieser pflichtgemäßen Beurteilung aus Sicht des besonderen Vertreters eine hinreichende Aussicht auf Klageerfolg, hat er den Ersatzanspruch geltend zu machen.

Für Gläubiger, die von der Gesellschaft selbst keine Befriedigung erhalten können, besteht die Möglichkeit, bei einer grob fahrlässigen Verletzung der Sorgfaltspflicht durch die Organmitglieder, den Ersatzanspruch gegen diese Organmitglieder geltend zu machen.<sup>678</sup> Besteht von Seiten des Aufsichtsratsmitgliedes nur eine leichte Sorgfaltswidrigkeit, so haftet das Organmitglied zwar der Gesellschaft, die Ansprüche müssen aber durch den Vorstand in eigener Entscheidung oder aufgrund der beschriebenen Klageerzwingung geltend gemacht werden.<sup>679</sup>

Da für Aktionäre oder Gläubiger es häufig schwierig ist, bestimmte Schadensfolgen einer bestimmten Aktivität in der Unternehmensführung zuzuordnen, müssen die Antragssteller nur den Beweis erbringen, dass der Gesellschaft ein Schaden zugefügt wurde. Das betroffene Aufsichtsratsmitglied muss nun beweisen, dass es die nötige Sorgfalt und Pflicht bei der Amtsausübung hat walten lassen bzw. dass der Schaden auch bei pflichtmäßigem Verhalten eingetreten wäre.<sup>680</sup>

#### 4.3.2.5.7 Effizienzprüfung

---

<sup>675</sup> § 147 Abs. 2 AktG.

<sup>676</sup> Vgl. § 147 Abs. 3 AktG.

<sup>677</sup> In diesem Fall ist der besondere Vertreter nicht gezwungen, die Klageerhebung durchzuführen

<sup>678</sup> Vgl. § 93 Abs. 5 AktG.

<sup>679</sup> Vgl. § 147 Abs. 1 AktG, also einfache Stimmenmehrheit in der Hauptversammlung oder eine Minderheit, deren Anteile zusammen den zehnten Teil des Grundkapitals erreichen.

<sup>680</sup> Vgl. § 93 Abs. 2 Satz 2 AktG.

In globalen und liberalisierten Kapitalmärkten stellt die Qualität der Corporate Governance von Unternehmen für viele institutionelle Investoren ein wichtiges Investitionskriterium dar.<sup>681</sup> Diese vom Markt geforderte Effizienzprüfung bzw. Evaluierung der Führungsmodalitäten war bislang vom deutschen Gesetzgeber nicht vorgesehen und stand bei deutschen Aufsichtsräten auch nicht auf der Tagesordnung. Ziffer 5.6 des Deutschen Corporate Governance Kodex fordert nun kurz und lapidar, „der Aufsichtsrat soll regelmäßig die Effizienz seiner Tätigkeit überprüfen“<sup>682</sup>, und Ziffer 4.4.4, „die Vergütung der Vorstandsmitglieder wird [...] auf der Grundlage einer Leistungsbeurteilung festgelegt“.<sup>683</sup>

Die Baums-Regierungskommission Corporate Governance kommt in ihrem Abschlussbericht zu dem Ergebnis, dass „das Thema „Selbstevaluierung der Arbeit des Boards“ [...] eines der zentralen Themen der internationalen Corporate Governance-Debatte“<sup>684</sup> darstellt. „Nach Auffassung der Regierungskommission ist es Angelegenheit und Aufgabe jedes Aufsichtsrats selbst, einen solchen Selbstevaluierungsprozeß anzustoßen und in Gang zu halten.“<sup>685</sup>

Die Pflicht zur Durchführung einer solchen Evaluation wird somit unterstrichen, wie (z.B. intern oder extern, Art, Ablauf, Häufigkeit) und was genau evaluiert werden soll, wird allerdings nicht weiter spezifiziert. Aus § 161 Satz 1 AktG und Ziffer 3.10 Satz 1 DCGK lässt sich eine unternehmensinterne Evaluation der Corporate Governance herauslesen. Diese Evaluation bezieht sich auf in den Zuständigkeitsbereich von Vorstand und Aufsichtsrat fallende Entscheidungen. V. WERDER/GRUNDEI sprechen in diesem Zusammenhang von *Governancecontrolling*.<sup>686</sup> Im Gegensatz dazu wird eine externe Evaluation von unternehmensexternen, nicht den Verwaltungsorganen angehörende Personen (z.B. Analysten, Wirtschaftsprüfer, Anteilignern, Personal-/Unternehmensberater, potentiellen Investoren usw.) bzw. Institutionen (z.B. Ratingagenturen, Fondsgesellschaften etc.) durchgeführt. Für die externe Evaluationen der Führungsmodalitäten einer Kapitalgesellschaft („organinterne und organübergreifende Kompetenzregelungen“<sup>687</sup>) durch extern bestellte Prüfer müssen Bewertungsmaßstäbe erst noch entwickelt werden. Bislang fallen einige

---

<sup>681</sup> Vgl. Schilling (2002), Stapledon (1996) und Wiskow (2003).

<sup>682</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 16, Ziffer 5.6.

<sup>683</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 10, Ziffer 4.2.2.

<sup>684</sup> Baums (2001), S. 103, Rz. 62.

<sup>685</sup> Baums (2001), S. 103, Rz. 62.

<sup>686</sup> vgl. v. Werder/Grundeis (2003), S. 677; Seibt (2002), S. 254.

<sup>687</sup> vgl. v. Werder/Grundeis (2003), S. 678.

governancerelevante Evaluierungen in den Aufgabenbereich des Wirtschaftsprüfers, der im Rahmen der gesetzlichen Jahresabschlussprüfung<sup>688</sup> bei börsennotierten Aktiengesellschaften feststellen muss, dass die Entsprechenserklärung (siehe Kapitel 4.1.2.4) abgegeben, im Anhang des Jahres- bzw. Konzernabschlusses veröffentlicht und den Aktionären zugänglich gemacht wurde.<sup>689</sup> Aufgrund der Neuartigkeit dieses Themas für deutsche Unternehmen empfiehlt es sich daher, auf internationale, insbesondere US-amerikanische Erfahrungswerte zurückzugreifen.

Im Vergleich zu Europa haben externe CG-Ratings und Rankings in den USA bedingt durch die stärkere Kapitalmarktabhängigkeit der Unternehmen und den großen Einfluss der Pensionskassen und institutionellen Investoren (z.B. CalPERS) eine lange Geschichte.<sup>690</sup> Daneben bieten international tätige Beratungsunternehmen Corporate Governance Ratings und Rankings<sup>691</sup> an, die eine Einschätzungen der jeweiligen nationalen Governance-Usancen erlauben und als Anregung und Vergleichmaßstab für eine eigene interne Evaluation dienen können.<sup>692</sup>

Im Bereich der internen Evaluation hat sich, die ebenfalls in den USA inzwischen übliche Board Performance Evaluation bzw. das Board Appraisal durchgesetzt, bei der das Board of Directors bewertet wird.<sup>693</sup> Es bleibt festzuhalten, dass sich auch in den USA „im Detail noch keine allgemein akzeptierten Standards für die Board-Evaluation herausgebildet“<sup>694</sup> haben. Durch den Austausch von Wissenschaft und Praxis wird sich hier allerdings sicherlich recht bald Best Practices herausbilden, die dann auch von deutschen Unternehmen geprüft und angewendet werden sollten.

Der typische Ablauf einer solchen Board Performance Evaluation gliedert sich in drei Phasen, wobei zunächst einfach beschreib- und meßbare Leistungskriterien<sup>695</sup> festgelegt

---

<sup>688</sup> Nach §§ 285 Nr. 16, 314 Abs. 1 Nr. 8 HGB.

<sup>689</sup> Vgl. Seibt (2002), S. 257.

<sup>690</sup> Vgl. Bassen (2002), S. 39 f.

<sup>691</sup> Die Untersuchungen definieren bestimmte Kriterien und bewerten die CG-Systeme von Unternehmen und Ländern anhand von Punkteskalen. Wie schon in FN. Mc-Kinsey Report beschrieben, ist dieser Vergleich aufgrund der Auslassung bzw. Ausserachtlassung rechtlicher und institutioneller Tatsachen nicht immer unproblematisch. CG-Studien werden in relativ regelmäßigen Abständen von folgenden Beratungsunternehmen durchgeführt: KornFerry International, Deminor, Heidrick, Ernst & Young, Towers Perrin, [www.spencerstuart.com](http://www.spencerstuart.com) usw.

<sup>692</sup> Aus immobilienwirtschaftlicher Sicht sind diese CG-Reports nur bedingt hilfreich, da als Untersuchungsobjekt nur große börsennotierte Aktiengesellschaften, die in einem Index gelistet sind und meist nicht der Immobilienbranche angehören, untersucht werden.

<sup>693</sup> Vgl. Lorsch (1995), S. 116; Berenbeim (1996), S. 46; Neubauer (1997); Ward (2000), S. 1 f.; Demb/Neubauer (1992), S. 161 f. und Conger/Finegold/Lawler (1998), S. 136 f.

<sup>694</sup> Kremer/Lutter/v. Werder (2003), S. 215, Rz. 818.

<sup>695</sup> In Frage kommen hier insbesondere organisatorische und personale Aspekte wie z.B. Boardgröße, Tagungshäufigkeit des Boards und der Ausschüsse, Anzahl der Independent/Non-executive Board-Member.

werden, die dann regelmäßig erhoben werden.<sup>696</sup> Im zweiten Schritt muss geklärt werden, ob das Board als Gesamtheit oder ob auch jedes einzelne Boardmitglied nach dem festgelegten Kriterienkatalog evaluiert werden soll. Im Falle des einzelnen Boardmitglieds bieten sich die Möglichkeit der Selbstevaluierung (Self Appraisal) und/oder die Bewertung durch die anderen Boardmitglieder/den Chairman (Peer Review/Fremdevaluation) an.<sup>697</sup> Die CG-Evaluationverantwortung der beiden Organe Vorstand und Aufsichtsrat kann entweder dem Organvorsitzenden<sup>698</sup> (z.B. Chairman), einem CG-Ausschuss oder einem externen Dritten übertragen werden.

Die Fremdevaluation besticht durch ihre scheinbare Objektivität besticht, doch kann sie von der bewerteten Einheit als Misstrauensvotum verstanden werden und dadurch Konflikte verursachen. Eine andere Hürde dürfte in der Tatsache liegen, dass Bewerter und Bewerteter i.d.R. gleichrangige Kollegen sind. Hier besteht die Vermutung, dass der Beurteilende aufgrund von möglicherweise komplexen Abhängigkeitsbeziehungen<sup>699</sup>, die für die Evaluation nötige Distanz vermissen lässt. Zu kritisches Beurteilen schädigt u.U. unter Umständen die Diskussionskultur bzw. könnte die gelebte Unternehmenskultur beschädigen. Durch einen institutionalisierten und formalisierten Evaluationsprozess, der regelmäßig abläuft, können die beschriebenen negativen Auswirkungen durch die sich einstellende Routine gemildert werden.

Den letzten Schritt der Evaluierung stellen die Auswertung der gewonnenen Erkenntnisse, deren offene Diskussion im Board mit Festlegung von Maßnahmen dar sowie deren Einbettung in zukünftige Board Evaluationen.<sup>700</sup>

Ziel solcher Evaluierungen sollte also nicht bloß eine reine Entsprechensüberprüfung mit den existierenden gesetzlichen Regelungen (Compliance) sein, sondern eine Effizienz- bzw. Performanceprüfung der Entscheidungsstrukturen und Führungsmodalitäten des Unternehmens.<sup>701</sup>

Die praktische Durchführung einer Evaluierung könnte demnach wie folgt aussehen:

---

<sup>696</sup> Siehe Fn. 694

<sup>697</sup> Vgl. Lück (1995), S. 304.

<sup>698</sup> Demb/Neubauer schlagen den Organvorsitzenden (Chairman of the Board) als zentralen Evaluierungsverantwortlichen vor, vgl. Demb/Neubauer (1992), S. 180.

<sup>699</sup> Person A schuldet Person B noch einen Gefallen, vor diesem Hintergrund ist auch die Diskussion über den Wechsel von Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat und dort meist auch auf den Sessel des Vorsitzenden zu sehen. Da man nie weiss, in welcher Konstellation man sich später einmal wieder gegenüber sitzen wird, wird keine allzu offene Kritik am Gegenüber geäußert.

<sup>700</sup> Vgl. Kremer/Lutter/v. Werder (2003), S. 215, Rz. 819-821.

<sup>701</sup> Die Complianceprüfung ähnelt damit stark der Geschäftsführungsprüfung, die ebenfalls den Fokus auf die Überwachung von Recht- und Ordnungsmäßigkeit legt, vgl. Potthoff/Trescher (2001), S. 68 f.

- Festlegung von Rollen und Ausführenden in den Governance-Evaluationen
- Was soll bewertet werden?
- Wie soll die Evaluierung ablaufen?
- Auswahl der zu bewertenden Sachverhalte
- Festlegung der Evaluationskriterien
- Erhebung des Ist-Zustands
- Auswertung und Diskussion der Ergebnisse und der abzuleitenden Maßnahmen

Es ist einleuchtend, dass im deutschen Two-Tier-System eine umfassende Corporate Governance auch eine Bewertung der Arbeitsweise des Aufsichtsrats erfordert. Allerdings sollte eine „praxistaugliche Evaluierung insbesondere auch die Effizienz der Kooperation zwischen Aufsichtsrat und Vorstand mit in die Betrachtung einbeziehen“<sup>702</sup>. Es ist fraglich, ob der Grad und die Qualität der Interaktion zwischen den Organen Vorstand und Aufsichtsrat über detaillierte Checklisten und aufwändige Controlling-Prozeduren abgefragt werden kann. Auch Sitzungshäufigkeiten und Anwesenheitslisten geben nur bedingt „das Vorhandensein einer lebendigen und nutzenstiftenden Diskussionskultur“<sup>703</sup> wieder.

Die Aufsichtsratsvaluierung stellt den Durchführenden damit vor zwei Probleme:

1. Die qualitativen und weichen Faktoren sind wesentlich wichtiger für eine gute Corporate Governance als ihr formaler Bezugsrahmen. Deren Evaluierung ist aber weit schwieriger als bei einfach zu beschreibenden und quantifizierbaren Faktoren.
2. Eine Effizienzanalyse der Aufsichtsratsarbeit führt nur dann zu nützlichen Erkenntnissen, „wenn auch die Effektivität der Kooperation mit dem Vorstand in die Betrachtung einbezogen wird“<sup>704</sup>.

Als wichtigste Grundvoraussetzung und zugleich Resultat einer guten Corporate Governance ist gegenseitiges Vertrauen zu nennen. Dieses Vertrauen sollte aus der Überzeugung aller Kooperationspartner erwachsen, dass alle Betroffenen, über alle Meinungsverschiedenheiten hinweg, immer das Unternehmensinteresse und den Unternehmenserfolg im Blick haben. Transparenz bei Informationen und Fairness im

---

<sup>702</sup> Wieczorek (2004), S. 7.

<sup>703</sup> Wieczorek (2004), S. 7.

<sup>704</sup> Wieczorek (2004), S. 7.

Umgang miteinander sind hierfür essentiell. „Eine professionelle und performance-orientierte Zusammenarbeit in und zwischen Aufsichtsrat und Vorstand bedingt zudem das Vorhandensein individueller und die Gesamtgruppe betreffender Expertise und [erfordert das diese Zusammenarbeit unterstützende] Engagement“.<sup>705</sup>

Ein Aufsichtsrat, der die oben und in Kapitel 4.3.2.5.1. genannten qualitativen Eigenschaften aufweist, wird sich sehr wahrscheinlich von selbst einen formalen Ordnungsrahmen (Ziele, Strukturen, Abläufe usw.) geben, um effektiv und effizient arbeiten zu können. Dies wird auf den Vorstand und die Qualität der Zusammenarbeit mit diesem abstrahlen und zu einer guten Corporate Governance führen.

Es ist allerdings fraglich, ob dieser Ideal-Zustand die Regel ist, oder ob nicht eher „Macht und Einfluss durch starke Persönlichkeiten faktisch monopolisiert werden, oder [...] Partikularinteressen dominieren“<sup>706</sup>, oder einzelne Mitglieder nicht bereit sind das nötige zeitliche und inhaltliche Engagement zu erbringen. In diesen Fällen scheint eine „objektive“ Selbstevaluierung des Aufsichtsrats nur schwer möglich zu sein. Sinnvoll erscheint eher, die Evaluierung in einen quantitativen und einen qualitativen Teil zu unterteilen. Der quantitative Teilbereich kann, nach einer eventuellen externen methodischen Anschubhilfe im Vorfeld, durch das Gremium via Checkliste selbst abgearbeitet werden. Sinnvoll erscheint es hier, zu Beginn vielleicht ebenfalls mit externer Hilfe, eine Best-Practice-Ausgangsstruktur festzulegen, in der Kompetenzen, Strukturen und Prozesse klar definiert sind. Im Anschluss an die Auswertung des quantitativen Teilbereichs, werden dann die wesentlichen qualitativen Aspekte der Aufsichtsratsstätigkeit (insbesondere die Kooperationsfähigkeit im Aufsichtsrat als auch die zwischen Vorstand und Aufsichtsrat) mit Hilfe neutraler Externer in Einzelinterviews analysiert.<sup>707</sup>

Qualifiziert besetzte und „eingespielte“ Aufsichtsratsgremien, die auf eine positive Kontinuität in ihrer Arbeit und Besetzung schließen lassen, müssen sicherlich nicht einmal pro Jahr, wie es der Kodex verlangt, bewertet werden. Hier bietet sich eher ein dreijähriger Rhythmus an.<sup>708</sup>

Die wissenschaftliche Diskussion und die Unternehmenspraxis werden zeigen, wie Best Practice im Bereich der Aufsichtsratsévaluation gelebt werden kann.

---

<sup>705</sup> Wieczorek (2004), S. 8.

<sup>706</sup> Wieczorek (2004), S. 8.

<sup>707</sup> Vgl. Wieczorek (2004), S. 8.

<sup>708</sup> Vgl. Wieczorek (2004), S. 8.

#### 4.3.2.6 Transparenz

Der Begriff Transparenz zieht sich wie ein roter Faden durch den gesamten Kodex.<sup>709</sup> Grundüberzeugung der Cromme-Kommission und der Initiative Corporate Governance ist hierbei die Vorstellung, dass eine Sichtbar- und Nachvollziehbarmachung von unternehmerischem Handeln und Entscheiden für Anteilseigner und Stakeholder ein, vielleicht sogar das entscheidende Kriterium bei der Bewertung, Akzeptanz und Wertschätzung eines (Immobilien-)unternehmens ist. Wer Entscheidungen transparent macht, muss sie nach außen begründen können. Nicht oder nur schwer begründbare Entscheidungen des Unternehmens gegenüber seinen Stakeholdern und der Öffentlichkeit sollten nach Ansicht der Kodexverfasser nicht gefällt, anders entschieden oder rückgängig gemacht werden.

##### 4.3.2.6.1 Veröffentlichung relevanter Tatsachen

Das mit dem Begriff Transparenz überschriebene Kapitel 6 des Kodex gibt in prägnanter Weise, aber auch leicht vereinfacht, geltendes deutsches Recht wider.<sup>710</sup> Kodexziffer 6.1 greift die in § 15 Abs. 1 WpHG verankerte Ad-hoc-Publizität auf. Diese wurde vom Gesetzgeber als Ergänzung zur jährlichen handelsrechtlichen Rechnungslegung und aktienrechtlichen Halbjahresberichterstattung eingeführt.<sup>711</sup> Neue Tatsachen, also „konkrete, vergangene oder gegenwärtige Geschehnisse oder Zustände, die sinnlich wahrnehmbar in die Wirklichkeit getreten und damit dem prozessualen Beweis zugänglich sind“<sup>712</sup>, müssen, sofern sie im Tätigkeitsbereich des Unternehmens eingetreten sind, unverzüglich veröffentlicht werden, sofern sie noch nicht öffentlich bekannt sind.<sup>713714</sup> Da sich der Kodex an börsennotierte Unternehmen richtet, sind unter Öffentlichkeit (Bereichsöffentlichkeit) jene zu verstehen, deren Interesse das WpHG schützen will, also die Kapitalmarktteilnehmer. Der Wortlaut der Ziffer 6.1 macht klar, dass die bisher unveröffentlichte Tatsache, „Auswirkungen auf die Finanz- und

---

<sup>709</sup> Dies zeigt sich auch darin, dass der Kodex dem Thema Transparenz ein eigenes Kapitel widmet.

<sup>710</sup> Hierbei sei noch einmal auf die Zielsetzung des Kodex verwiesen, geltendes deutsches Recht, insbesondere für ausländische Investoren leicht verständlich darzustellen, vgl. Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 3.

<sup>711</sup> Vgl. Assmann (1999), § 15.

<sup>712</sup> Ringleb/v. Werder (2003c), S. 217, Rn. 828.

<sup>713</sup> Zum Tätigkeitsbereich des Unternehmens gehören „nicht nur die Gesellschaft selbst, sondern auch ihre Konzernunternehmen“, Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 4.

<sup>714</sup> In diesem Zusammenhang sei auch auf das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) vom 1. Juli 2005 verwiesen. Es legt u.a. fest, dass die Ad-hoc-Publizität bereits mit der Beantragung der Zulassung zum Börsenhandel beginnt und die Gesellschaft bereits über Ad-hoc-Tatsachen (Insiderinformationen) berichtet werden. Dies kann zu einer wesentlich früher einsetzenden Veröffentlichungspflicht führen. Vgl. BGBl I 2004 vom 29. Oktober 2004, S. 2630 f.

Vermögenslage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf<sup>715</sup> und damit „den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere der Gesellschaft erheblich“<sup>716</sup> beeinflussen könnte. In der Praxis ist es schwierig zu bestimmen, wann ein Sachverhalt oder verkettete Ereignisse den Status einer Tatsache erreicht haben, die wiederum selbst eine relevante Auswirkung auf die Finanz- und Vermögenslage eines Unternehmens auslöst.<sup>717</sup>

Um meldepflichtige Tatsachen für Immobilienunternehmen greifbarer zu machen, hat die Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft Ziffer 6.1.i ergänzt.

#### 6.1.i

**„Immobilien-gesellschaften sollen auch Immobiliengeschäfte 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.“<sup>718</sup>**

Trotz des sinnvollen Ansatzes, eine relevante Tatsache am prozentualen Wert des gesamten bilanzierten Immobilienbestandes einer Gesellschaft fest zu machen, muss hier die Frage gestellt werden, ob eine Grenze bei 5% des Bilanzwertes der Grundstücke und Gebäude nicht zu hoch gegriffen ist. Für Institutionelle Anleger wie z.B. die Offenen Immobilienfonds mit ihren enormen Anlagevolumina (Bilanzwerten) ist diese Grenze sicherlich zu hoch gewählt. In der zurzeit stattfindenden Portfoliobereinigungsphase werden alte, geringwertige deutsche Objekte veräußert, die selbst bei einer Herabsetzung der Grenze auf 1 bis 2,5% nicht meldepflichtig würden. Natürlich muss hier die Frage der Wesentlichkeit für die Vermögens- und Ertragslage der Fondsgesellschaft gestellt werden. Die Bewertungs- und Allokationsprobleme der Offenen Immobilienfonds machen allerdings deutlich, dass diese Grenze gesenkt werden sollte. Hier sollte die Initiative zu einem niedrigeren Schwellenwert kommen.

---

<sup>715</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 17, Ziffer 6.1.

<sup>716</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 17, Ziffer 6.1.

<sup>717</sup> Zur Frage, wann das Stadium einer Tatsache im Allgemeinen erreicht ist Ringleb/v. Werder (2003c), S. 218 f. Rn. 831 f.

<sup>718</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 17, Ziffer 6.1.i.



Die Ausklammerung von Rettungserwerben durch Kreditinstitute in Satz 2 der Ziffer 6.1.i muss als lobbyistischer Teilerfolg der an den Beratungen teilnehmenden Kreditinstitute gewertet werden. Es ist verständlich, dass diese die Einstandspreise bei immobilienwirtschaftlichen Rettungserwerben nicht preisgeben wollen. Im Sinne einer gesamtheitlichen Sichtweise, sollte dieser Satz 2 ersatzlos gestrichen werden.

Im Zusammenhang mit Immobilienunternehmen stellt sich hier die Frage, wie bei einer breiteren Auslegung des Kodex, also nicht allein auf börsennotierte Immobilienunternehmen, diese Bereichsöffentlichkeit zu definieren ist. Hierzu sollte sich der Aufsichtsrat im Zweifelsfall Gedanken machen und eine zumindest grobe Definition der Bereichsöffentlichkeit erarbeiten. Letztendlich ist an dieser Stelle für eine ganzheitliche Sichtweise zu plädieren, die die Bereichsöffentlichkeit auf alle mit dem Unternehmen verbundene Stakeholder ausdehnt. Insofern wird jede, diese Stakeholder berührende Tatsache zu einer veröffentlichungspflichtigen Meldung.

#### 4.3.2.6.2 Bekanntmachungspflichten

Ziffer 6.2. des Kodex bezieht sich auf die §§ 21 und 25 WpHG. Die bereits in § 21 WpHG genannten Schwellen (5%, 10%, 25%, 50% oder 75%), bei deren Erreichen bzw. Über- oder Unterschreiten der Vorstand der Zielgesellschaft dies unverzüglich veröffentlichen muss, werden in Ziffer 6.2 noch einmal aufgenommen. Ebenso wird was den Inhalt und die Form der Veröffentlichung angeht auf § 25 WpHG Bezug genommen.

#### 4.3.2.6.3 Gleichbehandlung der Anteilseigner

Um ungerechtfertigte Informationsasymmetrien zwischen den Marktteilnehmern zu vermeiden und neue Tatsachen der interessierten Öffentlichkeit umgehend bekannt zu geben, fasst die Kodexziffer 6.3 mehrere Paragraphen des AktG und des WpHG zusammen.<sup>719</sup> Wesentlich ist hierbei, dass sowohl die Aktionäre als auch Finanzanalysten und in- und ausländische Kapitalmarktteilnehmer sowie alle interessierten Kreise über die wesentlichen Informationstermine und geeignete Kommunikationsmedien informiert werden.

Als neue Tatsachen werden hierbei „konkrete Geschehnisse oder Zustände in der Vergangenheit oder Gegenwart, die bereits realisiert“<sup>720</sup>, sinnlich wahrnehmbar (z.B.

---

<sup>719</sup> Siehe § 15 WpHG; § 53a AktG.

<sup>720</sup> § 15 WpHG.

durch entsprechende Dokumente) belegbar sind. Planungen, Strategien und Konzepte, deren Folgezustände noch nicht feststehen, fallen somit nicht unter die Publizitätspflicht.

Mit dem Begriff der unverzüglichen Veröffentlichung wird auf die zeitnahe Information der Stakeholder Bezug genommen. So sollte die Information der Finanzanalysten im Idealfall gleichzeitig mit der Unterrichtung der übrigen Stakeholder erfolgen. Hierzu sollte ein Kommunikationsmedium gewählt werden, das eine rasche Verbreitung (z.B. Nachrichtenagenturen, Internet) ermöglicht.

#### 4.3.2.6.4 Kommunikationsmedien

Neben dem Internet spricht sich der Kodex in Ziffer 6.4 alle geeigneten Kommunikationsmedien aus. So kommen neben der Unternehmenshomepage auch Kommunikationsmedien wie z.B: eine telefonische Informations-Hotline, webbasierte Newsgroups, Email-Service oder Faxabruf in Frage. Wesentlich ist dabei die zeitnahe und gleichmäßige Information der Aktionäre und Anleger.

Auch wenn der Kodex explizit auf die Information der Aktionäre und Anleger der Gesellschaft abhebt, ist es sicherlich im Sinne einer verbesserten Transparenz, wenn relevante Informationen für Aktionäre und Anleger nicht nur diesen via passwortgeschütztem Internetbereich, sondern der gesamten interessierten Öffentlichkeit zur Verfügung gestellt werden.

#### 4.3.2.6.5 Informationelle Gleichbehandlung auf internationaler Ebene

Mit Ziffer 6.5 dehnt der Kodex den Fair-Disclosure-Gedanken<sup>721</sup> der informationellen Gleichbehandlung aller Kapitalmarktteilnehmer auf das Ausland aus und nimmt die einschlägigen Vorschläge der Baums-Kommission auf. Wesentlich ist hierbei, dass nicht alleine Tatsachen, sondern schon Informationen (z.B. Wertungen und Prognosen), die die Gesellschaft im Ausland aufgrund der jeweils dort geltenden kapitalmarktrechtlichen Vorschriften gemacht hat, auch im Inland unverzüglich bekannt gemacht werden.<sup>722</sup> Bei Informationen, die im Ausland nicht in deutscher oder

---

<sup>721</sup> Unter Fair Disclosure wird die gleichmäßige Informationsversorgung aller interessierten Gruppen verstanden. So werden etwa Großaktionäre oder Finanzanalysten häufig in kleinerem Kreis detaillierter informiert als z.B. der „normale“ Aktionär. Um diese Informationsasymmetrie aufzulösen, müssen sämtliche neuen Tatsachen, die Finanzanalysten oder vergleichbare Adressaten mitgeteilt worden sind, allen Aktionären unverzüglich zur Verfügung gestellt werden.

<sup>722</sup> Dies trifft besonders auf in den USA notierte Gesellschaften zu, die dort strengeren Auskunftspflichten unterliegen.

englischer Sprache veröffentlicht wurden, bietet sich im Inland eine deutsche oder als Ergänzung auch eine englische Mitteilung an.

#### 4.3.2.6.6 Mitteilung des Kaufs oder Verkaufs von Aktien der Gesellschaft

Kodeziffer 6.6 geht auf den Themenkomplex „Directors Dealings“ ein. Unter diesem Begriff werden der Erwerb und die Veräußerung von Wertpapieren der Gesellschaft durch ihre Organe verstanden.<sup>723</sup> Diese Directors Dealings müssen von den betroffenen Organen unverzüglich der Gesellschaft, dem Emittenten und der Wertpapieraufsicht schriftlich mitgeteilt werden und im Anhang zum Konzernabschluss aufgeschlüsselt nach gehaltenem Wertpapierbestand und Optionsrechten je Organmitglied veröffentlicht werden. Durch die Zusammenfassung im Abschluss soll den Stakeholdern ein umfassender Überblick über alle im vergangenen Geschäftsjahr erfolgten Directors Dealings gegeben werden.

Ausgenommen hiervon sind auf arbeitsvertraglicher Basis erworbene Wertpapiere und Vergütungsbestandteile. Die Mitteilungspflicht gilt nicht für Erwerbe und Veräußerungen, deren Wert bezogen auf die Gesamtzahl der von dem jeweiligen Organmitglied innerhalb von 30 Tagen getätigten Geschäfte 25.000 Euro nicht überschreitet.

#### 4.3.2.6.7 Finanzkalender

Um eine faire Transparenz und eine rechtzeitige, gleichmäßige und umfassende Bereitstellung von Informationsquellen der interessierten Kreise sicherzustellen, empfiehlt der Kodex in Ziffer 6.7 die Publikation eines Finanzkalenders. Dieser Kalender soll alle Termine von wesentlichen wiederkehrenden Veröffentlichungen wie z.B. Geschäftsbericht, Hauptversammlung, Pressekonferenzen, Analystenkonferenzen, Roadshows etc. enthalten. Durch einen ausreichenden Zeitvorlauf bei der Veröffentlichung des Finanzkalenders soll Anlegern und anderen Bezugsgruppen die Möglichkeit gegeben werden, ihr Handeln auf für das Unternehmen wesentliche Veröffentlichungszeitpunkte (z.B. Bilanzpressekonferenz) ausrichten zu können.

#### 4.3.2.6.8 Internetseite

Ein zentrales Element guter Corporate Governance ist sicherlich die Bereitstellung von Informationen über das Internet. Ziffer 6.8 des Kodex spricht hierzu zwei

---

<sup>723</sup> Zu den Organen werden auch Ehepartner, eingetragene Lebenspartner und Verwandte ersten Grades gezählt, siehe § 15a Abs. 1 Satz 2 WpHG.

Empfehlungen und eine Anregung aus. Zum einen sollen Unternehmensinformationen auch auf der Homepage des Unternehmens veröffentlicht werden, zum anderen soll die Internetseite übersichtlich gegliedert sein, da sie meist mehrere Informationsseiten umfasst. Als Anregung nennt der Kodex die Bereitstellung von Informationen auch in englischer Sprache. Er lässt hierbei offen, ob sämtliche oder nur ausgewählte, wesentliche Veröffentlichungen auch in englischer Sprache zur Verfügung stehen sollen.

#### 4.3.2.7 Rechnungslegung und Abschlussprüfung

Der Bereich Rechnungslegung und Abschlussprüfung beleuchtet die Dokumentation, Bilanzierung und die Prüfung von Geschäftsvorfällen.

##### 4.3.2.7.1. Unternehmenspublizität

Kodexziffer 7.1.1 geht auf eine Grundfunktion der handelsrechtlichen Rechnungslegung ein gegenüber den Stakeholdern und dem Kapitalmarkt ein, der Unternehmenspublizität. Um die unterjährige Informationsversorgung sicherzustellen, sollen Zwischenberichte vom Unternehmen erstellt werden.<sup>724</sup> In Satz 3 empfiehlt der Kodex, den Konzernabschluss und die Zwischenberichte unter Beachtung international anerkannter Rechnungslegungsstandards aufzustellen.<sup>725</sup>

##### 7.1.1.i

**„Für die Bewertung von Immobilien sind rechtlich anerkannte Bewertungsmethoden zu verwenden. 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 Einzelimmobilien angegeben wird, sollte eine möglichst große Transparenz durch Angabe von allgemein gültigen (etwa DIX) regionalen**

<sup>724</sup> Hierbei folgt der Kodex den Vorschlägen der Baums-Kommission, vgl. Baums (2001), Rz. 269.

<sup>725</sup> Hierunter sind die International Financial Reporting Standards (IFRS) und die United States Generally Accepted Accounting Principles (US-GAAP) zu verstehen.

**und/oder nutzungsspezifischen Clustern erreicht werden, die auf Basis der Einzelmarktwerte ermittelt wurden.“<sup>726</sup>**

Mit der Kodexziffer 7.1.1.i unterstreicht der Kodex die Wichtigkeit von Transparenz und Nachvollziehbarkeit bei der bilanziellen Bewertung von Immobilienvermögen. So sollen einerseits die angewendeten Bewertungsmethoden im Anhang erläutert werden andererseits der Marktwert der im Umlaufvermögen gehaltenen Immobilien beziffert und nachvollziehbar erklärt werden. Insofern greift der Kodex hier eine zentrale Forderung guter Corporate Governance auf, nämlich die Erhöhung von Transparenz in Bezug auf die direkt gehaltenen Immobilienbestände von Unternehmen. Diese Muss-Vorschrift wird allerdings im letzten Satz wieder eingeschränkt bzw. verwässert. Auch wenn eine Clusterbildung auf Basis der Einzelwerte schon ein besseres Transparenzniveau bedeutet, so stellt sie doch einen Kompromiss dar, der im Sinne einer deutlich verbesserten Transparenz nicht ausreichend ist.

Durch den im Jahr 2003 verabschiedeten neuen Prüfungsstandard (IDW PS 322)<sup>727</sup> hat der Hauptfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) die ausreichende Qualifikation des Sachverständigen sowie seiner Bewertungsgutachten thematisiert. Dieser neue Standard steigert die Anforderungen an die Arbeit und die Qualifikation des Sachverständigen und macht die Herausbildung eines „einheitlich akzeptierten und nachvollziehbaren Anforderungskatalogs für die Grundstückssachverständigen [...] zwingend erforderlich“<sup>728</sup>. Auch die zunehmende Anwendung der International Accounting Standards<sup>729</sup> (IAS) in Deutschland dürfte auf mittlere Sicht durch den „true-and-fair-view“-Gedanken zu einer Transparenzverbesserung führen.

Es bleibt abzuwarten wie schnell sich die Einsicht unter den deutschen Marktteilnehmern durchsetzt, dass Transparenz der gesamten Immobilienwirtschaft zugute kommt und die Attraktivität der Asset-Klasse Immobilie weiter fördert.<sup>730</sup> Erste Schritte durch das detailliertere Veröffentlichungsgebaren der offenen Immobilienfonds sind getan, so dass auch der Druck auf die übrigen im Kapitalwettbewerb stehenden Gesellschaftsformen zunehmen wird. Da der Immobilienbewertung eine zentrale Rolle im gesamten Themenkomplex Corporate Governance zukommt, sollte der Kodex an

---

<sup>726</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 19, Ziffer 7.1.1.i.

<sup>727</sup> Vgl. IDW (2002), S. 689 f.

<sup>728</sup> Dildei (2006), S. 28.

<sup>729</sup> siehe Punkt 4.2.1.2.4.

<sup>730</sup> Vgl. Interview Weber.

dieser Stelle um Handlungshinweise ergänzt werden und eine weitere Standardisierung der Bewertungsmethodiken angestrebt werden.<sup>731</sup>

#### 4.3.2.7.2 Aufstellung und Prüfung des Konzernabschlusses

Satz 1 der Kodexziffer 7.1.2 beschreibt die gesetzliche Lage, nach der der Vorstand den Konzernabschluss aufstellt und danach unverzüglich dem Aufsichtsrat vorlegt.<sup>732</sup> Dem Aufsichtsrat obliegt eine eigene Prüfungspflicht, er muss den Konzernabschluss allerdings weder billigen noch feststellen. Um eine zügige Information der Stakeholder sicherzustellen, sollen der Konzernabschluss binnen 90 Tagen nach Geschäftsjahresende und die Zwischenberichte binnen 45 Tagen nach Ende des jeweiligen Berichtszeitraumes öffentlich zugänglich sein. Die genannten Fristen dürften besonders für kleinere Kapitalgesellschaften aufgrund des hohen Aufwandes in der Regel nicht umsetzbar sein.<sup>733</sup> Die Baums-Kommission hatte in diesem Zusammenhang für eine zentrale Stelle plädiert, bei der die entsprechenden Unternehmensberichte abrufbar sein sollten.<sup>734</sup>

Durch das Bilanzkontrollgesetz (BilKoG) wurde im Dezember 2004 zusätzlich zu den beiden bisher bestehenden Säulen (Prüfungspflicht durch den Aufsichtsrat und gesetzlich vorgeschriebene Abschlussprüfung) ein zweistufiges Enforcement-Verfahren als unabhängige Bilanzkontrolle gesetzlich verankert.<sup>735</sup> Ziel des Enforcement-Verfahrens ist es, Unregelmäßigkeiten bei der Aufstellung von Unternehmensabschlüssen präventiv entgegenzuwirken und, sofern Unregelmäßigkeiten auftreten, diese aufzudecken und dem Kapitalmarkt mitzuteilen. Die Prüfung obliegt der privatrechtlich organisierten Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR).<sup>736</sup> Sie wird zum einen tätig, wenn konkrete Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften vorliegen (reaktive Prüfung). Zum anderen kann sie durch die BaFin im Falle eines konkreten Anlasses unmittelbar zur Prüfung aufgefordert werden. Daneben führt die DPR im Rahmen der proaktiven Prüfung

---

<sup>731</sup> Vgl. Dilde (2006), S. 29.

<sup>732</sup> Vgl. §§ 337 Abs. 1, 171 Abs. 1 AktG.

<sup>733</sup> So sollte der Zwischenbericht vom Abschlussprüfer durchgesehen werden und der Jahresabschluss innerhalb der genannten Frist vom Abschlussprüfer geprüft sowie durch den Aufsichtsrat besprochen und geprüft worden sein.

<sup>734</sup> Vgl. Baums (2001), Rz. 271, erwähnt sei hier auch das noch nicht existierende deutsche Unternehmensregister, das ähnlich der von der SEC verwalteten amerikanischen Plattform EDGAR, einen Zugriff auf alle relevanten Unternehmenspublikationen ermöglichen würde.

<sup>735</sup> Vgl. BGBl I 2004 vom 20. Dezember 2004, S. 3408 f.

<sup>736</sup> Die DPR ist seit 1. Juli 2005 tätig.

Stichprobenprüfungen durch.<sup>737</sup> Kooperiert ein geprüftes Unternehmen nicht oder lehnt es ab, einen festgestellten Fehler zu berichtigen, kann die BaFin wie bereits beschrieben eine Prüfung durch die DPR anordnen.

4.3.2.7.3 Aktienoptionsprogramme, Beteiligungsbesitz und nahe stehende Personen  
Den bereits in den Ziffern 4.2.3, 4.2.4 und 5.4.5 genannten Empfehlungen hinsichtlich der Veröffentlichung von Vergütungskomponenten, rät der Kodex, im Konzernabschluss konkrete Angaben zu sämtlichen Aktienoptionsprogrammen und ähnlichen wertpapierorientierten Anreizsystemen der Gesellschaft und somit aller einbezogenen Mitarbeiter zu machen.

Beim Beteiligungsbesitz stellt der Kodex auf die wirtschaftliche und strategische Bedeutung der einzelnen Beteiligung für das Unternehmen und nicht wie das HGB auf die absolute Höhe der Beteiligung ab.<sup>738</sup>

Ziffer 7.1.5 nimmt Bezug auf Beziehungen der Gesellschaft zu Aktionären, die im Sinne der anwendbaren Rechnungslegungsvorschriften als nahe stehende Personen zu qualifizieren sind.<sup>739</sup> Hierunter verstehen beide Rechnungslegungsstandards Personen (einschließlich juristischer Personen), die zum einen die Gesellschaft alleine oder gemeinsam mit einem anderen kontrollieren (z.B. Aufsichtsrat) zum anderen von ihr kontrolliert werden (z.B. Vorstand) oder die auf andere Weise einen maßgeblichen Einfluss auf die Gesellschaft ausüben können.

#### 4.3.2.7.4 Abschlussprüfung

Das Kodexkapitel 7.2 adressiert die aus internationaler Sicht eingeschränkte Unabhängigkeit des Abschlussprüfers.<sup>740</sup> Durch die Kodexempfehlung, vor Auswahl des Abschlussprüfers die Offenlegung der beruflichen, finanziellen oder sonstigen Beziehungen zu vereinbaren, kommt der Kodex dem Wunsch internationaler Anleger

---

<sup>737</sup> Hier sei angemerkt, dass die Unternehmen nicht zu einer Kooperation mit der DPR verpflichtet sind, sondern der Gesetzgeber hier auf die Selbstregulierungskraft der Wirtschaft gesetzt hat.

<sup>738</sup> Vgl. § 313 Abs. 2 Nr. 4 HGB.

<sup>739</sup> Siehe Fn. 725.

<sup>740</sup> Hier sei auf das Abschlussprüferaufsichtsgesetz (APAG) hingewiesen, das am 1. Januar 2005 in Kraft trat. Es schreibt die Einrichtung einer Abschlussprüferaufsichtskommission (APAK) vor, die den Berufsstand der Wirtschaftsprüfer unter eine berufsstandsunabhängige Aufsicht stellt. Die APAK ist mit berufsständischen Personen besetzt und hat die öffentliche und fachbezogene Aufsicht über die Wirtschaftsprüferkammer inne. Desweiteren soll die APAK Peer Reviews (externe Qualitätskontrollen), Berufszugang (Prüfung, Bestellung, Anerkennung und Registrierung) sowie Disziplinarmaßnahmen beaufsichtigen. Gegenüber der Wirtschaftsprüferkammer hat die APAK ein Letztentscheidungsrecht, vgl. BGBl I 2004 vom 31. Dezember 2004, S. 3846 f.

nach einer effizienteren Abschlussprüfung nach. Dies ist wesentlich, da nur durch eine unabhängige Abschlussprüfung ein zuverlässiges Rechnungslegungswerk erarbeitet werden kann und somit eine belastbare Grundlage für Anleger vorhanden ist.

Als problematisch für die Unabhängigkeit der Abschlussprüfer erweist sich die immer umfassendere Palette an Prüfungs- und Dienstleistungsangeboten vieler Wirtschaftsprüfungsgesellschaften. Enge Beratungsbeziehungen bergen die Gefahr, dass der Prüfer aufgrund des gewonnenen Vertrauensverhältnisses zum Vorstand nicht so intensiv und nachhaltig prüfen könnte, wie er es im Normalfall tun sollte. Dies könnte ebenfalls eintreten, wenn frühere Beraterempfehlungen derselben Wirtschaftsprüfungsgesellschaft jetzt im Rahmen der Abschlussprüfung zu bewerten sind. Eine effiziente Kontrolle kann somit nur durch eine hinreichende Distanz des Abschlussprüfers zum zu prüfenden Unternehmen erreicht werden.<sup>741</sup> Um die im Rahmen der Generalklausel des § 319 Abs. 2 HGB zulässige Beratung und Prüfung zu klären, hat der Gesetzgeber einzelne Tatbestände mit dem BilReG grundsätzlich ausgeschlossen. Absolute Ausschlussgründe sind demnach die Mitwirkung an der Buchführung, der Aufstellung des zu prüfenden Jahresabschlusses oder der Durchführung der internen Revision sowie die Erbringung von Unternehmensleistungen- oder Finanzdienstleistungen sowie eigenständigen versicherungsmathematischen Bewertungsleistungen. Der Prüfer ist ebenfalls von der Prüfung ausgeschlossen, wenn er maßgeblich an der Herleitung des zu prüfenden Sachverhalts beteiligt war.<sup>742</sup> Die Tätigkeit des Abschlussprüfers unterliegt nach dem BilReG weiteren Beschränkungen. Danach ist ein Wirtschaftsprüfer von der Abschlussprüfung ausgeschlossen, wenn die Besorgnis der Befangenheit besteht z.B. in Form von Beziehungen persönlicher, finanzieller oder geschäftlicher Art.<sup>743</sup>

Verboten ist die Prüfung von Unternehmen, mit denen (oder mit deren verbundenen Unternehmen) der Abschlussprüfer in den letzten fünf Jahren mehr als 15 Prozent seiner Gesamteinnahmen erzielt hat.<sup>744</sup>

---

<sup>741</sup> Ein generelles Beratungsverbot aufgrund z.B. einer eingeschränkten Unabhängigkeit ist weder im KonTraG noch im Kodex vorgesehen. Stattdessen fordert der Kodex nur eine Unabhängigkeitserklärung des Abschlussprüfers und einer Informationsvereinbarung in Satz 2 der Ziffer 7.2.1, vgl. Baums (2001), Rz. 304.

<sup>742</sup> Vgl. § 319 Abs. 2 HGB.

<sup>743</sup> Vgl. § 319 Abs. 2 HGB.

<sup>744</sup> Vgl. § 319 Abs. 2 Nr. 8 HGB. Die frühere Regelung schloss Prüfer aus, die in den letzten Jahren mehr als 30% der Gesamteinnahmen aus der Prüfung und Beratung der zu prüfenden Kapitalgesellschaft sowie von Unternehmen, an denen die zu prüfende Kapitalgesellschaft mit mehr als 20% beteiligt ist, bezogen hatten.



Weitere Maßnahmen zur Sicherung der Unabhängigkeit bestehen in der internen Rotation des Wirtschaftsprüfers. So ist ein Wirtschaftsprüfer, der schon mehr als sieben Mal den Bestätigungsvermerk unterzeichnet hat, zur internen Rotation verpflichtet.<sup>745</sup>

Weber weist darauf hin, dass mehr als die interne Rotation eine externe Rotation, also der regelmäßige Wechsel der Prüfungsgesellschaft, größere Transparenz und erhebliche Entspannung beim Thema Prüfung eigener Beratungsleistungen bringen könnte.<sup>746</sup> Eine breite und gezielte Lobbyarbeit der großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, aber wohl auch die Abneigung der Unternehmen, ihre „bewährte“ Prüfungsgesellschaft zu wechseln, scheint diese wünschenswerte Praxis jedoch dauerhaft zu unterbinden.<sup>747</sup>

Vor diesem Hintergrund empfiehlt der Kodex in Ziffer 7.2.1 die Abgabe einer Unabhängigkeitserklärung der vorgesehenen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft sowie den Abschluss einer die gesetzlichen Regeln ergänzenden Informationsvereinbarung.

#### 4.3.2.7.5 Prüfungsauftrag und Honorarverteilung

Im Prüfungsauftrag zwischen Aufsichtsrat und Abschlussprüfer werden Prüfungsschwerpunkte festgelegt und die Vergütung des Abschlussprüfers geregelt.<sup>748</sup>

Im Rahmen der zeitnahen Veröffentlichung des Jahresabschlusses (90 Tage nach Geschäftsjahresende) sollte bereits im Prüfungsauftrag ein Abgabetermin für den Prüfungsbericht festgelegt werden.

Ziffer 7.2.2.i modifiziert die ursprüngliche Ziffer 7.2.2, indem nicht nur darauf verwiesen wird, dass der Aufsichtsrat den Prüfungsauftrag erteilt, sondern auch bei einer wirtschaftlichen Abhängigkeit des Wirtschaftsprüfers von der zu prüfenden Unternehmung, der Aufsichtsrat dieser Mandatierung zustimmen muss. Hintergrund ist hier, dass Wirtschaftsprüfungsgesellschaften einen Großteil ihrer Umsätze aus Beratungsleistungen erwirtschaften.<sup>749</sup>

#### 7.2.2.i

**„Verträge mit Abschlussprüfern über zusätzliche Beratungsleistungen bei Immobiliengesellschaften sollen dem Aufsichtsrat zur Zustimmung vorgelegt**

---

<sup>745</sup> Vgl. § 319 Abs. 3 Nr. 6 HGB. Der Gesetzgeber in diesem Zusammenhang die Externe Rotation, also die Pflicht zum Wechsel der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft nicht zur Pflicht gemacht.

<sup>746</sup> Vgl. Interview Weber.

<sup>747</sup> Vgl. Interview Weber.

<sup>748</sup> Mangels einer anwendbaren Gebührenordnung und der unterschiedlichen Vergütungssätze der WP-Gesellschaften ist eine Honorarvereinbarung zweckmäßig.

<sup>749</sup> Vgl. Interview Weber.

**werden, soweit die kumulierten Honorare hieraus 50% der Vergütung für die jährliche Abschlussprüfung übersteigen. § 114 AktG gilt insoweit entsprechend.“<sup>750</sup>**

Wichtig ist hierbei, dass es sich um zusätzliche Beratungsleistungen handelt, also nicht die gesetzlich vorgeschriebene Prüfung des Jahresabschlusses, des Konzernabschlusses sowie des Lageberichts. Die in Kapitel 4.3.2.7.4 beschriebene Gefahr der „Selbstprüfung“ durch den Wirtschaftsprüfer von durch die eigene Prüfungsgesellschaft erbrachten Beratungsleistungen wird mit dieser Vergütungsschwelle aufgenommen. Eine Senkung der 50%-Schwelle wäre im Sinne einer verbesserten Corporate Governance wünschenswert. Es muss also „im Einzelnen dargelegt werden, welche Aufgaben [...] der Wirtschaftsprüfer zu welchem Honorar wahr“<sup>751</sup>[nimmt]. Der Aufsichtsrat hat dieses dann im Einzelfall zu genehmigen.

#### 4.3.2.7.6 Offenlegungsvereinbarung und Teilnahmepflicht

Die gesetzliche Redepflicht des Abschlussprüfers wird in Kodexziffer 7.2.3 aufgenommen.<sup>752</sup> Sie empfiehlt einen intensiven Austausch von Abschlussprüfer und Aufsichtsrat über die im Rahmen der Abschlussprüfung gewonnenen Erkenntnisse sowie die im Vorhinein festgelegten Prüfungsschwerpunkte. So hat der Abschlussprüfer den Aufsichtsrat über alle für seine Überwachungs- und Prüfungsaufgaben wesentlichen berichtspflichtigen Tatsachen zu informieren. Das Ziel ist eine verbesserte Informationsversorgung des Aufsichtsrates. Darüber hinaus empfiehlt der Kodex, die Informationspflichten zu erweitern und auf alle bei der Durchführung der gesetzlichen Abschlussprüfung festgestellten Tatsachen, die eine Unrichtigkeit der Entsprechenserklärung ergeben, auszuweiten. Die Empfehlungen von Ziffer 7.2.3 werden durch eine gesonderte Offenlegungsvereinbarung zwischen der Gesellschaft (vertreten durch den Aufsichtsrat) und dem Abschlussprüfer umgesetzt.

Die in Ziffer 7.2.4 betonte Teilnahmepflicht des verantwortlichen Prüfungsleiters des Abschlussprüfers gilt für Beratungen des Gesamtaufsichtsrates und ggf. für

---

<sup>750</sup> Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (2005), S. 20, Ziffer 7.2.2.i.

<sup>751</sup> Interview Weber.

<sup>752</sup> Die Redepflicht greift, wenn im Rahmen der Abschlussprüfung Tatsachen festgestellt werden, die den Bestand der Gesellschaft gefährden, ihre Entwicklung wesentlich beeinträchtigen können oder schwerwiegende Verstöße von gesetzlichen Vertretern oder Arbeitnehmern darstellen, siehe § 321 Abs. 1 Satz 3 HGB.

vorbereitende Sitzungen des Prüfungsausschusses im Rahmen des Jahres- und Konzernabschlusses.

#### 4.3.3 Fazit

Die durch gesetzliche Änderungen (KonTraG, TransPuG und Kodex) intensivierete Diskussion zur Corporate Governance hat in den letzten Jahren zu einer deutlichen Verschärfung der Vorschriften für den Vorstand und den Aufsichtsrat geführt. Auch wenn die Anregungen und Empfehlungen des Kodex nicht verbindlich sind, kommt ihnen durch die Entsprechenserklärung nach § 161 AktG der Status eines „Quasi-Gesetzes“ zu. Empirische Untersuchungen unter den großen deutschen börsennotierten Unternehmen weisen ein beachtliches Maß an Akzeptanz und Veränderungsbereitschaft in Bezug auf die Unternehmensführung bei diesen Unternehmen auf.<sup>753</sup>

Reformenbedarf besteht allerdings nach wie vor in Fragen der Mitbestimmung, insbesondere bei größeren paritätisch besetzten Aufsichtsräten. „Die paritätische Mitbestimmung führt gerade in international tätigen Unternehmen zu Friktionen, welche die Überwachungseffizienz des Aufsichtsrats gravierend beeinträchtigen.“<sup>754</sup>

Der von der Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft angepasste Kodex spezifiziert die im Cromme-Kodex genannten Empfehlungen und Anregungen und leistet somit einen wichtigen Beitrag zur Verbesserung der Corporate Governance in der deutschen Immobilienwirtschaft.

#### 4.4 Zusammenfassung

Schon die Bezeichnung der verschiedenen Initiativen zur Anpassung und zeitgemäßen Ausgestaltung der gesetzlichen Rahmenbedingungen verdeutlicht den Wandel von der staatlich ordnenden Sicht auf die Unternehmen hin zur Schaffung von Bedingungen zur besseren Selbstorganisation der Unternehmen sowie zur Stärkung der Balance zwischen den verschiedenen Einflussgruppen. Galt das Interesse des Gesetzgebers zuvor besonders den Rechtsformen (z.B. Aktiengesellschaft, GmbH) oder den Rechten der Arbeitnehmer (z.B. Mitbestimmung), so verschob es sich parallel zur den Verschiebungen an den Kapitalmärkten zunehmend in Richtung der Anleger. Kontrolle

---

<sup>753</sup> Durch die zunehmende gesetzliche Festschreibung und Verpflichtung von Verhaltensempfehlungen des Kodex durch den Gesetzgeber (siehe z.B. VorstOG) wird der ursprünglich auf Flexibilität ausgelegte Kodex allerdings auch zunehmend eingeeengt und könnte damit langfristig seine Berechtigung verlieren.

<sup>754</sup> Von Werder (2004), S. 6.

und Transparenz (KonTraG), Transparenz und Publizität (TransPuG), Unternehmensintegrität und Anfechtung (UMAG) sind wesentliche Ziele der vergangenen 10 Jahre. Durch die konsequente Umsetzung des 10-Punkte Programms zur Stärkung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes vom Februar 2003 hat der Gesetzgeber neben dem UMAG mit zahlreichen „kleineren“ Gesetzen wie dem Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG), Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG), Bilanzkontrollgesetz (BilKoG), Abschlussprüferaufsichtsgesetz (APAG) und dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) nachhaltig zur Verbesserung der Corporate Governance und einer klareren Auslegung bestehender Gesetze beigetragen.

Parallel zieht sich durch viele Gesetzesinitiativen auf nationaler und internationaler Ebene das Bestreben, nicht mehr detaillierte Sachverhalte festzulegen, sondern nur noch rechtliche Handlungsrahmen zu schaffen, die von den Handelnden bedarfsgerecht ausgefüllt werden können. Damit wird Raum gegeben nicht nur für Anpassungen an internationale Entwicklungen, sondern dies erlaubt auch einfache, periodische Anpassungen der von den Marktpartnern, Branchen, Unternehmensverbänden erarbeiteten Standards. Diese Standards stellen sozusagen ein von den Betroffenen selbst erstelltes Normenwerk dar, das den „Stand der Technik“ charakterisiert und das als Maßstab für unternehmerisches Handeln und die sich hierauf beziehende Rechtsprechung dienen kann. Die so zugelassene Flexibilität haben auch die Immobilienunternehmen genutzt und basierend auf den Regeln für die Gesamtwirtschaft (Cromme-Kodex) ein Regelwerk erstellt und verabschiedet, das die spezifischen Gegebenheiten und Anforderungen der Immobilienwirtschaft abbildet. Dieser „Corporate Governance Kodex für die deutsche Immobilienwirtschaft“ ist für die börsennotierten Aktiengesellschaften Basis für die Selbstverpflichtungserklärung nach § 161 AktG und für die Mitglieder der „Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft“ eine als bindend erklärte Vorgabe. Ein Großteil der in diesem Verband zusammengefassten Firmen bestätigen in ihren Geschäftsberichten, dass sie den in diesem Kodex zusammengestellten Regeln entsprechend handeln.

Damit hat der „Kodex“ zwar keine direkte Rechtskraft, er kann jedoch als eine Art vorgefertigtes Rechtsgutachten aufgefasst werden, an dem potenzielle Kapitalgeber sich orientieren können und anhand dessen im Streitfall das Verhalten der Parteien bewertet werden kann.

Damit liegt auch für die Immobilienwirtschaft eine spezifische Zusammenstellung der in dieser Branche für richtig und angemessen gehaltenen Regeln und Vorgaben vor. Auf

diese Basis bezieht sich die vorliegende Untersuchung des tatsächlichen Standes der Corporate Governance Praxis deutscher Immobilienkapitalgesellschaften. Die hierfür im Sommer 2003 durchgeführte Erhebung muss berücksichtigen, dass der hier beschriebene Prozess innerhalb weniger Jahre<sup>755</sup> durchlaufen wurde und dass zum Zeitpunkt dieser Untersuchung die Meinungsbildung sich noch überwiegend am übergeordneten Cromme-Kodex orientierte. Die Unterschiede zwischen Cromme-Kodex und dem Immobilien-Kodex sind für das in dieser Standortbestimmung angelegte Raster unerheblich.

---

<sup>755</sup> Siehe chronologische Auflistung der verabschiedeten Gesetze, Kodices und Grundsätze zum Zeitpunkt der empirischen Untersuchung: KonTraG (Mai 1998), Cromme-Kodex (Februar 2002 und Mai 2003), TransPuG (Juli 2002), Grundsätze ordnungsgemäßer und lauterer Geschäftsführung der Immobilienwirtschaft (Ende 2002), Corporate Governance Kodex für die deutsche Immobilienwirtschaft (September 2003) und UMAG (November 2005).

## **5 Empirische Untersuchung zur Corporate Governance bei deutschen Immobilienkapitalgesellschaften**

Die vorausgegangenen Ausführungen haben gezeigt, dass Corporate Governance auf viele Aspekte der unternehmerischen Tätigkeit Einfluss nimmt und erst durch das unternehmerische Handeln ihre firmenspezifische Ausprägung findet. Um einen Überblick zu erhalten über die schon erreichte Übereinstimmung zwischen den theoretischen Ansätzen, den juristischen und institutionellen Rahmenbedingungen für Corporate Governance in Deutschland und der Praxis deutscher Immobilienkapitalgesellschaften, wurde eine kritische Analyse der Corporate Governance Realität in diesen Unternehmen durchgeführt.<sup>756</sup>

### **5.1 Zielsetzung der empirischen Untersuchung**

Diese Analyse soll nicht nur eine aktuelle Standortbestimmung der Umsetzung liefern, sondern auch Ansatzpunkt für das Erkennen wesentlicher Defizite und die Formulierung von Vorschlägen zum weiteren Vorgehen sein. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Untersuchung lagen, soweit dem Verfasser bekannt, keine empirischen Untersuchungen zu diesem immobilienpezifischen Thema für den deutschsprachigen Raum vor. Die Datenlage sollte daher durch eine eigene empirische Untersuchung verbessert werden.

#### **5.1.1 Auswahl der Stichprobe**

Um zuverlässige Erkenntnisse über die Corporate Governance in der deutschen Immobilienwirtschaft zu gewinnen, wurde eine direkte Befragung relevanter Marktteilnehmer durchgeführt. Vor dem Hintergrund der aktiv geführten Diskussion um Corporate Governance in Deutschland war es Ziel dieser empirischen Erhebung, Erkenntnisse über den Ist-Zustand der Corporate Governance von deutschen Immobilienkapitalgesellschaften zu erhalten. Die durch den Corporate Governance Kodex der deutschen Immobilienwirtschaft und die Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft angestoßenen Reformen und Verbesserungsvorschläge sollten durch empirische Ergebnisse auf den Grad ihrer Umsetzung hin überprüft und

---

<sup>756</sup> Vgl. Szyperski (1974), S. 682.

ggf. weiterer Handlungsbedarf beschrieben werden. Es sollte zudem geprüft werden, ob sich im Aktivitätsniveau und Verhalten der Kapitalgesellschaften Muster erkennen lassen, die auf unterschiedliche Vorgehensweisen hindeuten. Dabei wurde, wegen der teilweise schlechten Datenlage, kein starres und explizit ausformuliertes Hypothesensystem<sup>757</sup> erarbeitet, sondern, im Rahmen der empirischen Analyse, ein exploratives Vorgehen bei der Suche nach Verhaltensstrukturen gewählt.<sup>758</sup> Vermutete Zusammenhänge lassen sich durch Analyse und Auseinandersetzung mit den erhobenen Daten zu Erklärungsmustern und ggf. auch zu konkreten Schlussfolgerungen verdichten. Dies ist angesichts der Aktualität des Themas und dessen Vielgestaltigkeit eine sinnvolle Vorgehensweise.<sup>759</sup>

Der Vorteil schriftlicher Befragungen besteht darin, dass die befragten Personen den Fragebogen ohne Zeitdruck und unter Zuhilfenahme verschiedener interner Informationsquellen ausfüllen können.<sup>760</sup> Die Anonymität der befragten Person bleibt, anders als bei einem persönlichen Interview, das im Anhang veröffentlicht würde, gewahrt. Dies erscheint angemessen bei einem für das befragte Unternehmen und die befragte Person in wesentlichen Teilen sensiblen Themenkreis.

Ein Nachteil der schriftlichen Befragung liegt jedoch darin, dass mit ihr komplexe Sachverhalte nur begrenzt abgefragt werden können, was zur Vereinfachung und Standardisierung zwingt. Je komplexer die Sachverhalte, desto herausfordernder und länger wird der Fragebogen und umso größer werden auch die Interpretationsmöglichkeiten der Befragten.<sup>761</sup> Dadurch können zum einen die Rücklaufquote und zum anderen auch der Aussagegehalt der Auswertung und der so erhaltenen empirischen Ergebnisse negativ beeinflusst werden.

Wo möglich und aufgrund der rücklaufenden Fragebogen sinnvoll durchführbar, wurde versucht, die Auswertung nach verschiedenen immobilienwirtschaftlichen Teilbranchen zu gliedern. Diese erweiterte Interpretationsmöglichkeit wurde in der Festlegung und Strukturierung des Fragebogens grundsätzlich angelegt.

---

<sup>757</sup> Dieses wird von der kritisch-rationalen Sozialforschung normalerweise im Vorfeld einer empirischen Untersuchung verlangt. Zu Hypothesensystemen in der empirischen Sozialforschung, vgl. Kirsch (1981), S. 193.

<sup>758</sup> Zu explorativen Untersuchungsmethoden vgl. Böhler (1992), S. 30 f.; Bortz/Döring (2002), S. 49 f.; Zu deskriptiven Untersuchungen vgl. Böhler (1992), S. 31 f.

<sup>759</sup> Vgl. Bortz/Döring (2002), S. 217 f.

<sup>760</sup> Zu standardisierten Befragungsmethoden vgl. Müller-Böling (1992), Sp. 1491 f.; Toutenburg (2000), S. 8 f.; Bortz/Döring (2002), S. 218 f.

<sup>761</sup> Ergo auch die Wahrscheinlichkeit, dass der Befragte Fragen falsch oder nicht versteht.

Die Immobilienbranche ist eine sehr heterogene Branche mit vielen in Größe, Art und Umfang unterschiedlichen Unternehmen, die mittel- und unmittelbar mit dem Asset Immobilie befasst sind. Deshalb hat in diesem Bereich eine starke Spezialisierung stattgefunden, wodurch sich die Stichprobenauswahl jedoch schwierig gestaltet. Ein aussagekräftiges Bild entsteht bei den betrachteten deutschen Immobilienkapitalgesellschaften, wenn der Gedanke des Immobilienlebenszyklus<sup>762</sup> aufgegriffen und die dort eingebundenen Unternehmen in die Stichprobe aufgenommen werden.

Um die Relevanz der Aussage zu steigern und auch unter dem Aufwand-Erkenntnis-Aspekt wurden nur marktbedeutende Immobilienunternehmen in die Stichprobe aufgenommen. Das Merkmal Marktbedeutung wurde von der Rolle eines Unternehmens als Aussteller bzw. Mitaussteller<sup>763</sup> auf der Immobilienmesse ExpoReal<sup>764</sup> im Oktober 2003 in München abhängig gemacht.<sup>765</sup> Diese größte und für den deutschen Markt repräsentative Messe vereint alle wesentlichen Firmen auf dem deutschen Immobilienmarkt. Zur Erreichung der relevanten Zielgruppe wurde daher eine bewusste Stichprobenauswahl mit Hilfe des Cut-off-Auswahlverfahrens<sup>766</sup> generiert, bei der Teile der Kategorisierung<sup>767</sup> der ExpoReal in Bezug auf die verschiedenen Immobilienunternehmen übernommen und Unternehmen aus den folgenden Bereichen als Grundgesamtheit ausgewählt:<sup>768</sup>

- Immobilienentwicklung
- Immobilienfinanzierung

---

<sup>762</sup> Eine Einführung in das Thema Lebenszyklus von Immobilien ist bei Isenhöfer/Väth (2000), S. 141f. zu finden.

<sup>763</sup> Aufgrund der hohen Messestandgebühren teilen sich viele Unternehmen oft einen Messestand bzw. gehen Kooperationen mit anderen Ausstellern ein. Diese Unternehmen seien im Folgenden als Mitaussteller bezeichnet.

<sup>764</sup> Die 1997 zum ersten Mal veranstaltete EXPO REAL (Internationale Fachmesse für Gewerbeimmobilien) hat sich inzwischen neben der MIPIM in Cannes zu der europäischen Immobilienfachmesse entwickelt. So präsentierten sich auf der EXPO REAL 2003 rund 1300 Aussteller (davon 253 internationale Aussteller). Über 16000 Fachbesucher (davon 2272 internationale Fachbesucher) nahmen an der drei-tägigen Messe teil, vgl. Messe München (2004), S. 6 f.

<sup>765</sup> Die Informationen zur Teilnahme der einzelnen Immobilienunternehmen an der EXPO REAL wurden dem Messekatalog entnommen, vgl. Messe München (2003).

<sup>766</sup> Zur Cut-off-Methode im Allgemeinen vgl. Berekoven/Eckert/Ellenrieder (2001), S. 54 f.; zu Vor- und Nachteilen der Cut-off-Methode vgl. Weis/Steinmetz (2002), S. 56.

<sup>767</sup> Vgl. Messe München (2003), S. 193 f.

<sup>768</sup> Die in der Kategorisierung der EXPO REAL ebenfalls aufgeführten Unterbranchen: Immobilienberatung, Vermittlung, Informationstechnologie, Immobilien-Kommunikation, Wirtschaftsregionen und Städte, Architektur- und Planungsbüros, Ingenieurgesellschaften, Aus- und Weiterbildung, Forschung, Verbände sowie Gewerbliche Nutzer wurden aufgrund ihrer Kleinteiligkeit (oft kleine Unternehmen mit geringem Mitarbeiterstamm) und Rechtsform (häufig Personengesellschaften) nicht weiter betrachtet.



- Immobilien-Management
- Immobilieninvestition
- Corporate Real Estate
- Projektmanagement/Projektsteuerung
- Facilities-Management

Von den auf der EXPO REAL 2003 gemeldeten Ausstellern (N=1279) blieben nach Abzug der ausländischen Aussteller (N=253), der nicht betrachteten Kategorien (N=397)<sup>769</sup>, der Personengesellschaften (N=62) und der Doppelnennungen (N=244)<sup>770</sup> insgesamt 323 Unternehmen als Grundgesamtheit übrig.

Diese so ausgewählten 323 Unternehmen wurden in acht immobilienwirtschaftliche Unterbranchen gegliedert, die den folgenden Rücklauf aufwiesen<sup>771</sup>:

- Kapitalanlagegesellschaften (n= 14; Rücklauf von 88%),
- Finanzholdings (n=6; Rücklauf von 25%),
- Finanzdienstleister (n=12; Rücklauf von 24%),
- Facilities Manager (n=5; Rücklauf von 13%),
- Developer (n=8; Rücklauf von 12%),
- Wohnungswirtschaft (n=11; Rücklauf von 39%),
- Property Companies (n=6; Rücklauf von 38%),
- Non-Property Companies (n=6; Rücklauf von 19%)
- Bauunternehmen (n=3; Rücklauf von 6%)

Als Ansprechpartner in den jeweiligen Unternehmen wurde der Vorstandsvorsitzende respektive Vorstand für die Rechtsform der AG und der Geschäftsführer für die Rechtsform der GmbH gewählt. Der Versand der Fragebögen samt Begleitschreiben erfolgte Ende Juli 2003. Waren die Fragebögen bis Anfang September 2003 nicht

---

<sup>769</sup> siehe Fn. 764.

<sup>770</sup> Viele Unternehmen bieten mehrere Dienstleistungen/Teile der immobilienwirtschaftlichen Wertschöpfungskette an, so dass sie in mehreren Kategorien des Messekatalogs der EXPO REAL gelistet sind.

<sup>771</sup> Wurde im Unternehmensspezifischen Teil des Fragebogens von den befragten Unternehmen Angaben gemacht, die darauf hindeuteten, dass sich das befragte Unternehmen in einer anderen als vom Verfasser eingeteilten Unterbranche sah, so wurde das Unternehmen gemäß seiner Fragebogenantwort umgruppiert.

eingegangen, wurden die Teilnehmer zusätzlich telefonisch kontaktiert. Die Befragung wurde Mitte September 2003 abgeschlossen.

Insgesamt konnten 71 Fragebögen (22% Rücklauf) in die Auswertung aufgenommen werden, wobei die Unterbranche Bauunternehmen aufgrund des geringen Rücklaufs nicht als eigene Branche ausgewertet wurde.<sup>772</sup>

Von den 71 Unternehmen waren 37 in der Rechtsform der AG (davon 19 börsennotierte und 18 nicht-börsennotierte AGs) und 34 in der Rechtsform der GmbH.

In den Mitarbeiterzahlen spiegelt sich die Heterogenität der Immobilienbranche wider. Ein Drittel der befragten Unternehmen hat weniger als 50 Mitarbeiter. Hier handelt es sich überwiegend um Unternehmen der Teilbranchen Finanzholding und Developer. Die Gruppe mit 100 bis 299 Mitarbeitern, die 31% des Rücklaufs ausmacht, wird von den Kapitalanlagegesellschaften dominiert. Das obere Viertel (300 und mehr Mitarbeiter) besteht hauptsächlich aus Unternehmen der Teilbranche Finanzdienstleister, zu denen Hypothekenbanken und Leasinggesellschaften zählen, sowie Property Companies.

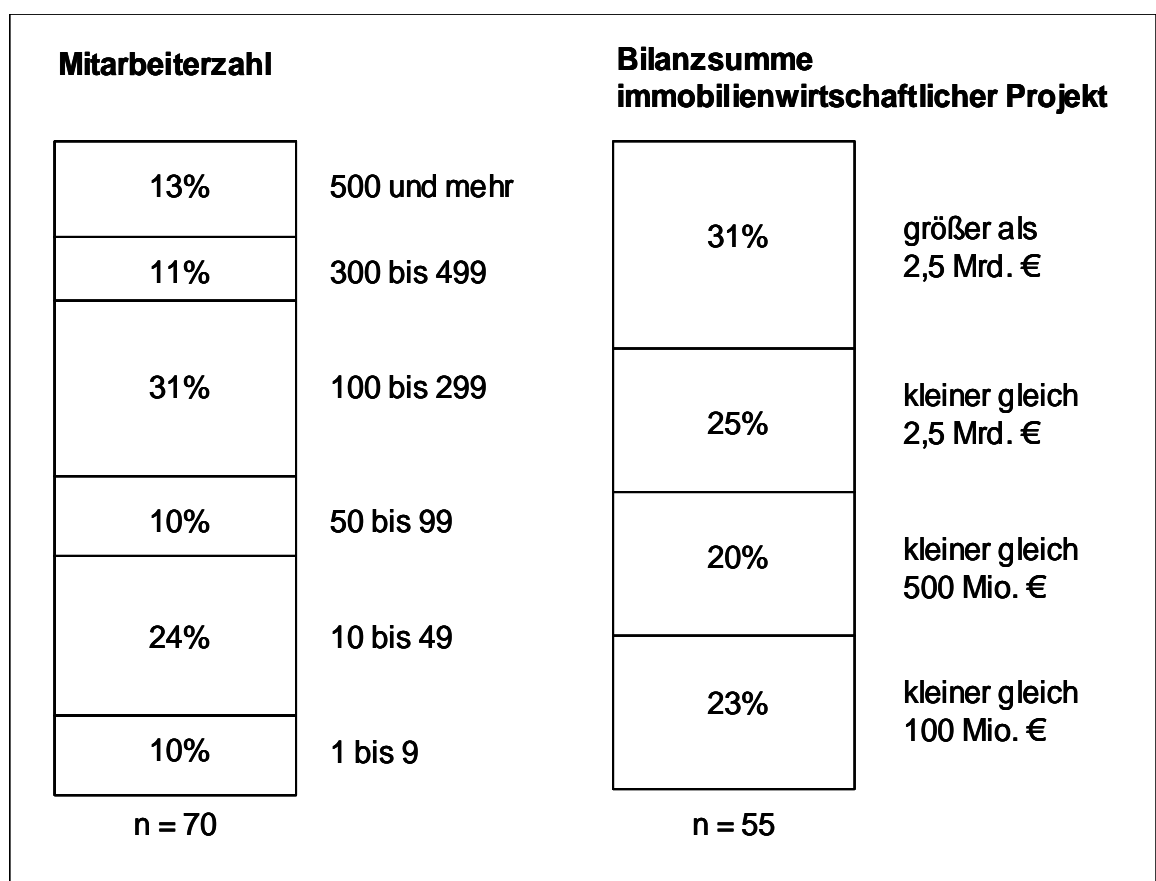


Abbildung 4: Zusammensetzung der Stichprobe

<sup>772</sup> Die Ergebnisse der drei Fragebögen der Teilbranche Bauunternehmen fließen aber in die Darstellung der Ergebnisse der Gesamtstichprobe ein.

Eine Analyse der vier gebildeten Gruppen bezogen auf die Bilanzsumme zeigt, dass dem unteren Quartil hauptsächlich Unternehmen der Teilbranchen Developer und FM angehören. Das zweite Quartil (Bilanzsumme bis 500 Mio. Euro) ist sehr heterogen. Hier lässt sich keine brauchbare Aussage über typische einzelne Teilbranchen machen. Im dritten Quartil finden sich mehrere börsennotierte Property Companies und einige Kapitalanlagegesellschaften. Das vierte Quartil wird von der Teilbranche der Finanzdienstleister, hier insbesondere den Hypothekenbanken und der Gruppe der Kapitalanlagegesellschaften, dominiert.

#### 5.1.2 Erhebungsart und Aufbau des Fragebogens

Bedingt durch die Zielsetzung der Arbeit<sup>773</sup> wurde die Alternative der schriftlichen, postalischen Befragung mittels standardisiertem Fragebogen gewählt.<sup>774</sup> Die Immobilienkapitalgesellschaften wurden entsprechend ihrer Rechtsform (GmbH oder AG) nach verschiedenen Aspekten der Corporate Governance befragt. Dementsprechend wurden zwei symmetrische Fragebögen<sup>775</sup> entworfen, die sich am Corporate Governance Kodex der deutschen Immobilienwirtschaft orientierten.<sup>776</sup>

Beide Fragebögen bestehen aus drei Teilen, wobei im ersten Teil allgemeine Unternehmensinformationen abgefragt werden. Der zweite Teil befasst sich mit allgemeinen, rechtsformunabhängigen Fragen zur Corporate Governance, zum Risikomanagement, zur Ethik, zum Immobilienvermögen, zur Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung und zu Investors Relations bei Immobilienkapitalgesellschaften. Der dritte Teil umfasst rechtsformspezifische Fragen zur Corporate Governance bei den Unternehmensorganen. Dieser Aufbau ermöglicht einen Vergleich der Ergebnisse innerhalb sowie zwischen den verschiedenen Gruppen.

Bei der Skalierung der Antworten wurden drei- bis fünfstufige nominal- und metrischskalierte Ratingskalen verwendet.<sup>777</sup> Diese einmalige schriftliche Befragung erfolgte bis auf den unternehmensspezifischen Informationsteil mit geschlossenen

---

<sup>773</sup> Siehe Kapitel 1.2.

<sup>774</sup> Zur Eignung der schriftlichen Befragung vgl. Atteslander (1985), S. 115. Zur Vorgehensweise und inhaltlichen Gestaltung von Fragebogenerhebungen vgl. Atteslander (1985), S. 117 f.; Kromrey (1986), S. 203 f.; Berekoven/Eckert/Ellenrieder (2001), S. 98 f. und Bortz/Döring (2002), S. 180 f. Zum Vergleich alternativer Erhebungsinstrumente vgl. Kromrey (1986), S. 216 f.

<sup>775</sup> Die beiden Fragebögen sind im Anhang zu finden.

<sup>776</sup> Siehe Kapitel 4.3.

<sup>777</sup> Die Wahl der Ratingskala bestimmt das statistische Auswertungsverfahren, vgl. Müller-Böling/Klandt (1996), S. 22.

Fragen.<sup>778</sup> Um die Verständlichkeit und Eindeutigkeit der Fragen im Vorfeld zu überprüfen, wurde ein Pre-Test mit fünf Praktikern durchgeführt.<sup>779</sup>

Um einen besseren Rücklauf zu erreichen, wurden die Fragebögen mit einem persönlichen Anschreiben des Lehrstuhlinhabers Prof. Dr. Karl-Werner Schulte an den Vorstand bzw. die Geschäftsführung der jeweiligen Kapitalgesellschaft versandt und auf eine möglichst einfache technische Handhabung der Rücksendung geachtet.

### 5.1.3 Methodik der Auswertung der Antworten

Die Auswertung der Antworten von sehr verschiedenen Unternehmen (z.B. AG, GmbH, Dienstleister, Bestandhalter) auf die im Corporate Governance Kodex der deutschen Immobilienwirtschaft angesprochenen, breit gefächerten Sachverhalte stellt eine außerordentlich komplexe Aufgabe dar, da

- die Gesamtsicht aller Firmen
- die Sichten der unterschiedlichen Teilbranchen
- die Sichten der unterschiedlichen Unternehmensformen

einerseits ausreichend spezifisch und fair bewertet werden sollen. Andererseits sollte auch das Potenzial von Fragen genutzt werden, die bewusst eingebaut wurden, um Antworten aus unterschiedlichen Blickwinkeln zu provozieren (z.B. „Welche immobilienwirtschaftlichen Informationen sind Ihrer Meinung nach für eine gute Corporate Governance in der Immobilienwirtschaft wichtig?“ bzw. „Wie detailliert veröffentlicht Ihr Unternehmen Informationen zu folgenden Sachverhalten?“). An den jeweiligen Antworten sollten Unterschiede zwischen theoretischer Einsicht und praktischer Umsetzung deutlich werden.

Um das Potenzial der Umfrage möglichst umfassend auszuloten, aber nicht in einer Flut von Detailbetrachtungen und feinsten Differenzierung zu ertrinken, wurden die vorliegenden Antworten in einem abgestuften Prozess ausgewertet:

- Zunächst wurden die Antworten auf ausgewählte Einzelfragen gesamthaft und nach Teilbranchen analysiert (Punkt 5.2.1)

---

<sup>778</sup> Zur Vorteilhaftigkeit geschlossener Fragen siehe Atteslander (1985), S. 127.

<sup>779</sup> Zu Pre-Tests vgl. Jasny (1999), S. 1063; Bortz/Döring (2002), S. 331 f.

- Dann wurden einzelne zusammengehörige Themenkomplexe (Dimensionen) beschrieben und diese zunächst für alle Firmen und dann für die Teilbranchen und Rechtsformen betrachtet (Punkt 5.2.2)
- Schließlich wurden Indikatorfragen ausgewählt, die gesamthaft die „CG-Reife“ eines Unternehmens kennzeichnen sollen. Die Auswertung der Antworten auf diese Indikatorfragen wurde zunächst ebenfalls für alle Firmen durchgeführt. Diese Gesamtauswertung wurde dann zu einem Ranking genutzt, das eine Gruppe von „Frontrunnern“ (Tops) identifiziert, deren CG-Praxis im Vergleich zur mittleren Lage der Branche fortgeschritten ist. Eine Gruppe von „Schlusslichtern“ (Dogs), soll analog weniger CG-interessierte Firmen kennzeichnen. Die Analyse dieser „Tops“ und „Dogs“ soll vertieften Aufschluss darüber geben, ob aus dieser pointierten Gruppierung Erkenntnisse abzuleiten sind, welche Faktoren in der immobilienwirtschaftlichen Praxis CG-Compliance treiben oder behindern (Punkt 5.2.3)

Während die Betrachtung der Einzelfragen sich an den teilweise fein abgestuften Bewertungen, an Kommentaren bzw. auch an offenen Antworten orientieren kann, müssen für die Auswertung von größeren Fragekomplexen die fragenspezifisch unterschiedlichen Bewertungsmöglichkeiten (z.B. äußerst wichtig, sehr wichtig, wichtig, bedingt wichtig, unwichtig) standardisiert und über ein Dreierschema (gut/mittel bzw. 0/schlecht) vergleichbar gemacht werden.

Zur vergleichenden Auswertung sinngemäß zusammengehörender Fragen-Komplexe wurden verschiedene Fragen zu Clustern zusammengefasst, die gleiche, übergeordnete Aspekte des Immobilien-Kodex behandeln. Diesen übergeordneten Dimensionen

- CG-Commitment
- Unternehmensführung
- Anteilseignerinteressen
- Transparenz

wurden einzelne Fragengruppen (Themenfelder) zugeordnet, die Auskunft zu bestimmten Themen der jeweiligen Dimension geben (siehe Abbildung 5).

## GESAMTBILD DER EINSCHÄTZUNGEN

<b>Dimensionen</b>	CG Commitment	Unternehmensführung	Anteilseigner Interessen	Transparenz
<b>Themenfelder</b>	CG-Kennntnis	Unternehmenssteuerung	Aktionärsrechte	Risiko-management
	CG-Einschätzung	Praxis der Kontrolle	Incentivierung Untern.Leitung	Bewertung & Information
	CG-Umsetzung	Zusammenarbeit Organe	AR-Effizienz	Kommunikation allgemein
	Umgang Interessens-Konflikte		AR-Auswahl	Kommunikation pers.bezogen

Abbildung 5: Gesamtbild der Einschätzungen

Den vier Dimensionen wurden folgende, gleichgerichtete Themenfelder zugeordnet:

**CG-Commitment:** CG-Kennntnis,  
CG-Einschätzung,  
CG-Umsetzung und  
Umgang mit Interessenskonflikten.

**Unternehmensführung:** Unternehmenssteuerung,  
Praxis der Kontrolle und  
Zusammenarbeit der Organe.

**Anteilseignerinteressen:** Aktionärsrechte,  
Incentivierung der Leitung,  
Aufsichtsrats-Effizienz und  
Aufsichtsrats-Auswahl.

**Transparenz:**

Risikomanagement,  
Bewertung & Information,  
Kommunikation allgemein und  
Kommunikation personenbezogen.

Es entsteht so eine übersichtliche Auswertematrix, die für die Gesamtbewertung, aber auch für die Bewertung beliebiger Teilsegmente (Teilbranchen, Unternehmensformen und Unternehmensgruppen) genutzt werden kann.

Für die Bewertung in dieser Matrix soll nur der „Gut-Anteil“ (z.B. gut, äußerst wichtig, sehr wichtig, ja, auf jeden Fall, 100%, bekannt, hohes Interesse) an den Antworten auf die betreffenden Fragen (in % der Gesamtantworten) betrachtet werden. Der Wert für die Gesamtbewertung wird in die linke untere Ecke des Kastens und der Wert z.B. für das jeweils betrachtete Teilsegment in die untere rechte Ecke des betreffenden Themenfelds eingetragen. Es entsteht so eine Feldermatrix, in der die Bewertung der Teilsegmente leicht mit der Bewertung der Gesamtheit verglichen werden kann. Um diese Bewertung optisch zu erleichtern, werden Abweichungen von grösser als 20% von der Gesamtwertung durch eine punktierte/grüne (> 20% positive Abweichung vom Gesamtmittelwert) bzw. schraffierte/rote (> 20% negative Abweichung vom Gesamtmittelwert) Markierung des jeweiligen Felds gekennzeichnet (siehe Abbildung 6).

Die angenommene Willkür, dass jeweils nur die Positivanteile der Fragen ausgewertet werden, kann Details verändern, nicht aber die grundsätzliche Aussage. Dies wurde am Beispiel der Top-Gruppe praktisch überprüft. Für diese Gruppe wurden auch ausschließlich die Negativ-Anteile bewertet (siehe Abbildung 7) und diese gegen die Negativanteile aller befragten Unternehmen verglichen.

**GESAMTBILD DER EINSCHÄTZUNGEN (nur Gutanteile)  
SPITZENGRUPPE (TOPS)**

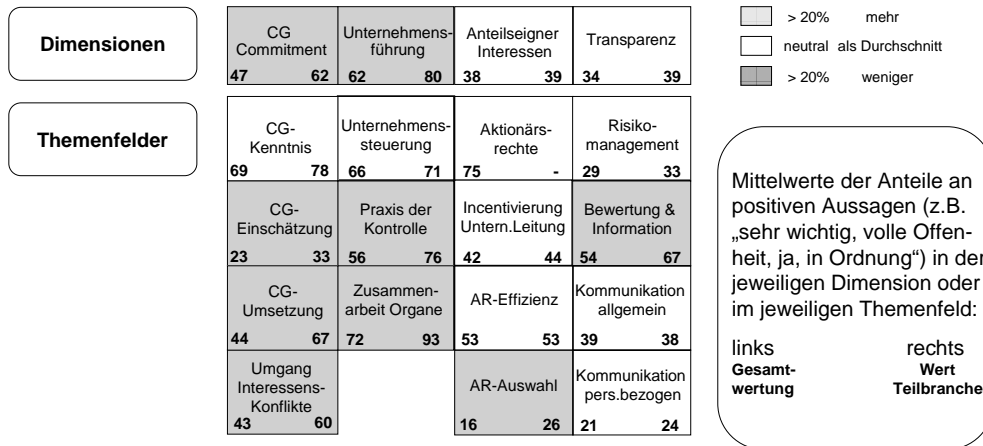


Abbildung 6: Gesamtbild der Einschätzungen (nur Gutanteile) der Spitzengruppe (Tops)

**GESAMTBILD DER EINSCHÄTZUNGEN (nur Gutanteile)  
SPITZENGRUPPE (TOPS)**

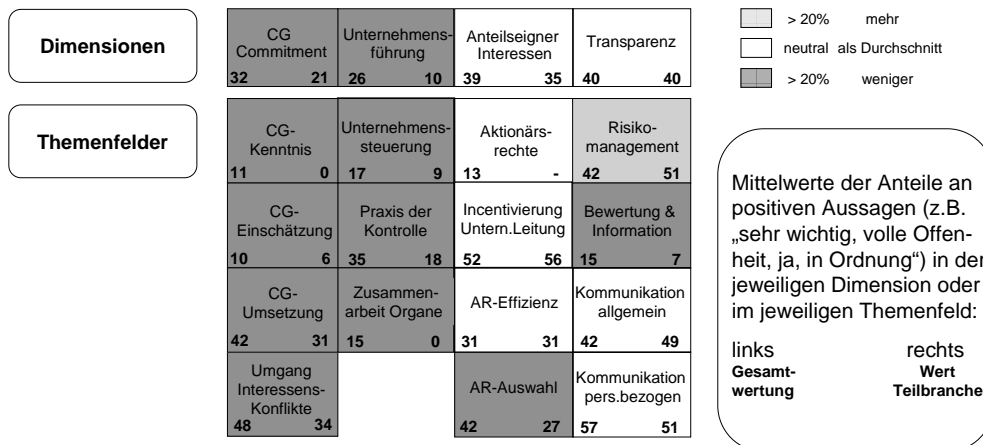


Abbildung 7: Gesamtbild der Einschätzungen (nur Schlechtanteile) der Spitzengruppe (Tops)

Beim Vergleich der beiden aus Gut- bzw. Schlecht-Anteilen errechneten Graphiken ist zu beachten, dass in der aus den Schlechtanteilen erzeugten Graphik negativere Werte



eine bessere Bewertung und positive Differenzen eine ungünstigere Aussage bedeuten. Ein um mindestens 20% besserer Wert im Vergleich zum Durchschnitt (z.B. besseres CG-Commitment) wird bei Auswertung der Gutanteile durch punktierte Markierung, bei der Auswertung der Schlechtanteile jedoch durch schraffierte Markierung deutlich. Es ergeben sich erwartungsgemäß weitgehend komplementäre Bilder für die Bewertung des Gut- und Schlechtanteils der Antworten. Eine deutliche Differenz zeigen im gewählten Beispiel nur die Antworten zum Risikomanagement. Während die Auswertung der Gutanteile eine größere Aufgeschlossenheit der Tops signalisiert, zeigt die Auswertung der Schlechtanteile eine ausgeprägtere Reserve der Tops bei diesem Themenfeld (d.h. insgesamt eine ungünstigere Wertung im Vergleich zum Durchschnitt) an.

Es soll nicht unerwähnt bleiben, dass die Beantwortung von Fragebögen nur eine individuelle Sicht auf die tatsächlichen Verhältnisse abbildet. Mangelnde Detailkenntnis, der Wunsch, nicht zu den Nachzüglern zu gehören oder nur die unscharfe Trennung von Wunsch und Wirklichkeit mag manchem Antwortenden bei der einen oder anderen Frage zu milder Bewertung der Verhältnisse bewogen haben. Ebenso sei darauf hingewiesen, dass wohl eher Unternehmen geantwortet haben, für die Corporate Governance von Bedeutung ist.

## 5.2 Ergebnisse der empirischen Untersuchung

Basierend auf den Antworten auf die Fragen der Studie „Corporate Governance in der deutschen Immobilien- und Bauwirtschaft“ beschreiben und vergleichen die folgenden Punkte zunächst die Ergebnisse der Untersuchung bezogen auf die gesamte Stichprobe und die Teilbranchen. Dann werden die Unternehmen nach den vier bereits dargestellten Dimensionen untersucht, um den Stand der Umsetzung von Corporate Governance Initiativen in den unterschiedlichen Unternehmensgruppen zu beschreiben.

## 5.2.1 Analyse ausgewählter Einzelfragen zur Corporate Governance in der deutschen Immobilienwirtschaft

### 5.2.1.1 Gesamtstichprobe

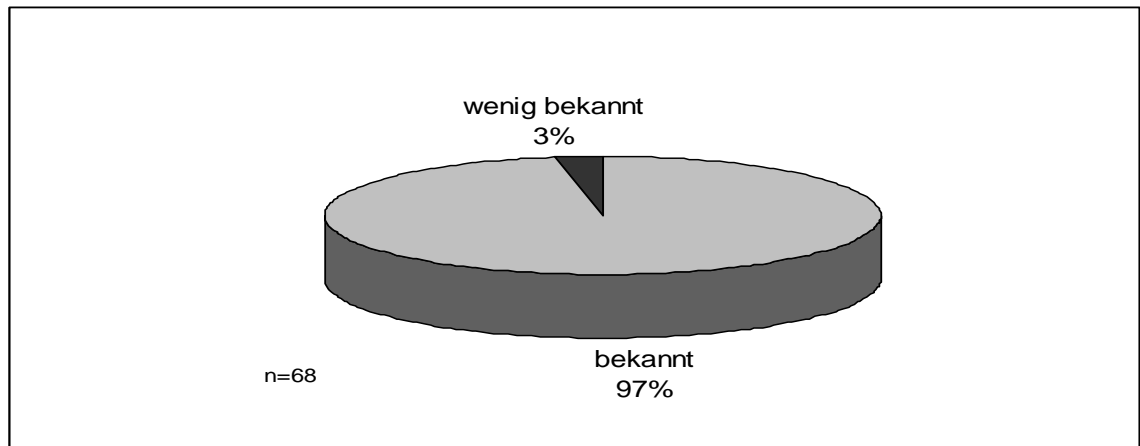


Abbildung 8: Bekanntheitsgrad des Begriffes Corporate Governance in der deutschen Immobilienwirtschaft

Der Begriff Corporate Governance ist so gut wie allen befragten Vorständen bekannt (siehe Abbildung 8).<sup>780</sup> Der überwiegende Teil zeigt sich dabei sehr (48%) oder doch einigermaßen (47%) interessiert am Thema Corporate Governance in der deutschen Immobilienwirtschaft (siehe Abbildung 9). Nur geringes Interesse (5%) bekundet jeweils ein Unternehmen aus den Teilbranchen Developer, Property Company und FM.

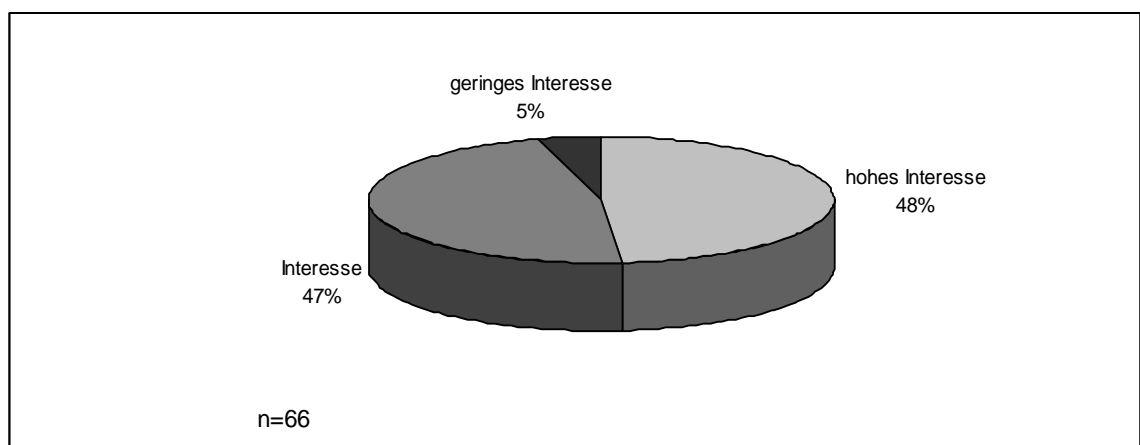


Abbildung 9: Interesse am Thema Corporate Governance in der Immobilienwirtschaft

<sup>780</sup> Die Antwort „wenig bekannt“ wurde hier von einem Finanzdienstleister und einer KAG ausgewählt.

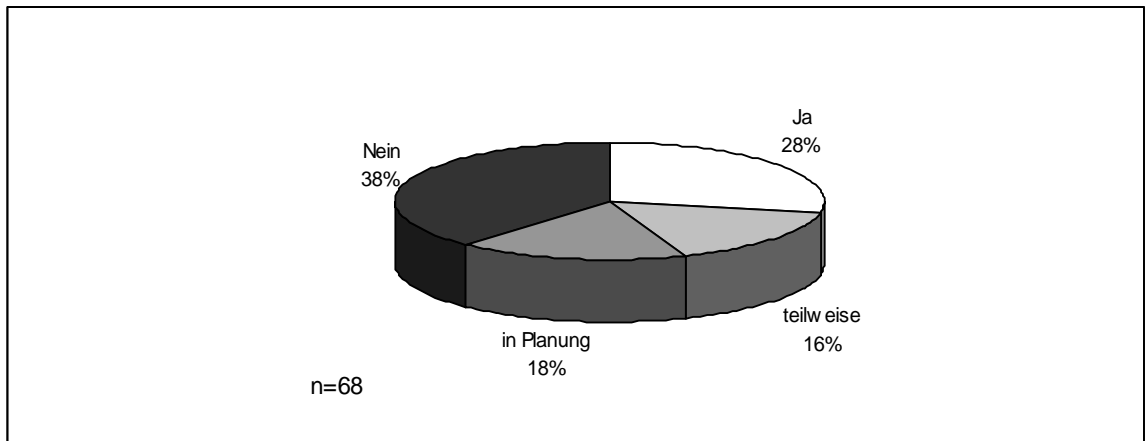


Abbildung 10: Gibt es in Ihrem Unternehmen schriftlich fixierte, selbst entwickelte Corporate Governance-Grundsätze?

Knapp die Hälfte (44%) der Unternehmen haben für alle Unternehmensbereiche bzw. in Unternehmensteilen Corporate Governance Grundsätze verfasst oder planen dies in der Zukunft (18%) (siehe Abbildung 10). Zu den aktiven Unternehmen gehören vor allem Aktiengesellschaften und hier vor allem die börsennotierten Gesellschaften. In diesen selbstverfassten firmeninternen Grundsätzen bekennen sich über 40% der Unternehmen zu einer wertorientierten Unternehmensführung, die die Interessen der Stakeholder ausdrücklich festschreibt (siehe Abbildung 11).

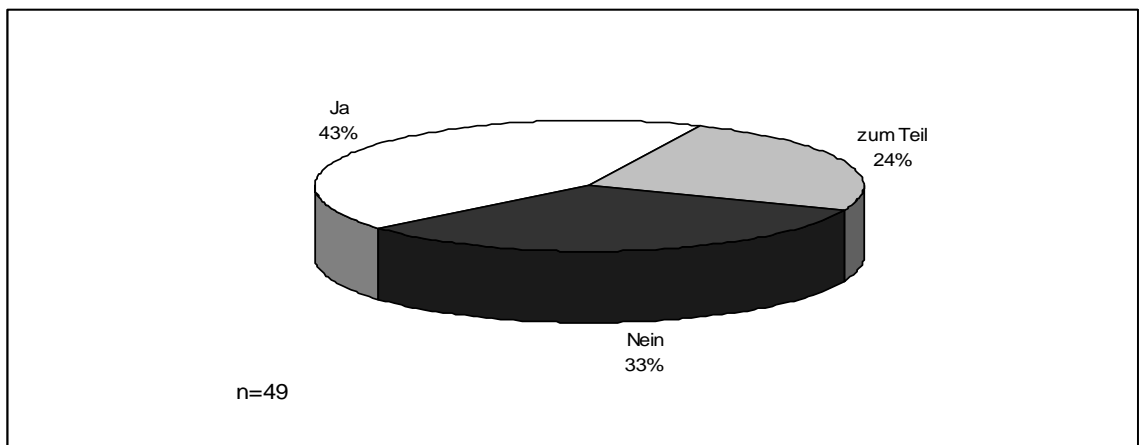


Abbildung 11: Schreiben diese Grundsätze die wertorientierte Unternehmensführung unter Berücksichtigung der Interessen aller Stakeholder ausdrücklich fest?

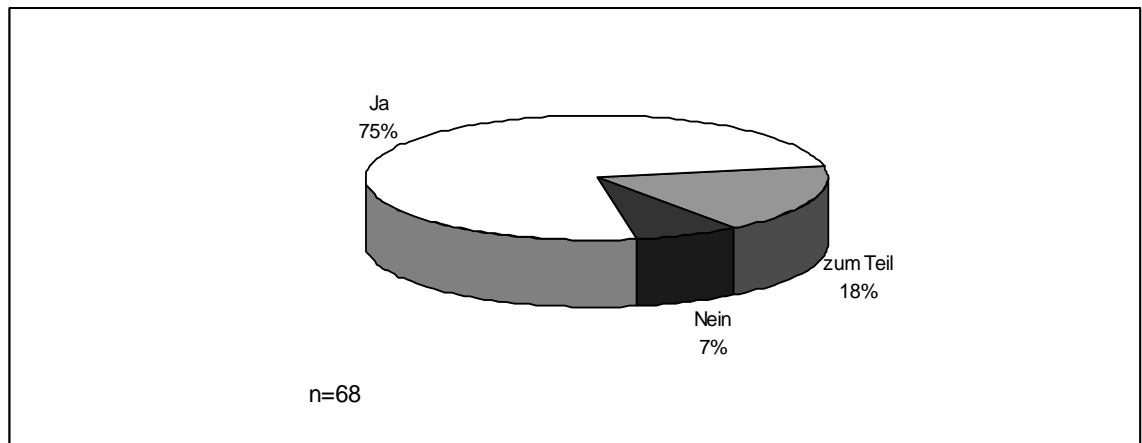


Abbildung 12: Kennen Sie den Inhalt des Deutschen Corporate Governance Kodex?

Wie beim Bekanntheitsgrad des Begriffs Corporate Governance, kennt auch die Mehrheit (75%) der Unternehmen den Deutschen Corporate Governance Kodex (siehe Abbildung 12). Das Interesse am Kodex ist bei den Teilbranchen Developer und KAG, deren Unternehmen überwiegend in der Rechtsform GmbH firmieren, nur schwach ausgeprägt. Der Kodex ist dort nur teilweise (18%) bzw. nicht bekannt (7%). Die Kenntnis des Kodex ist bei börsennotierten Gesellschaften deutlich größer.

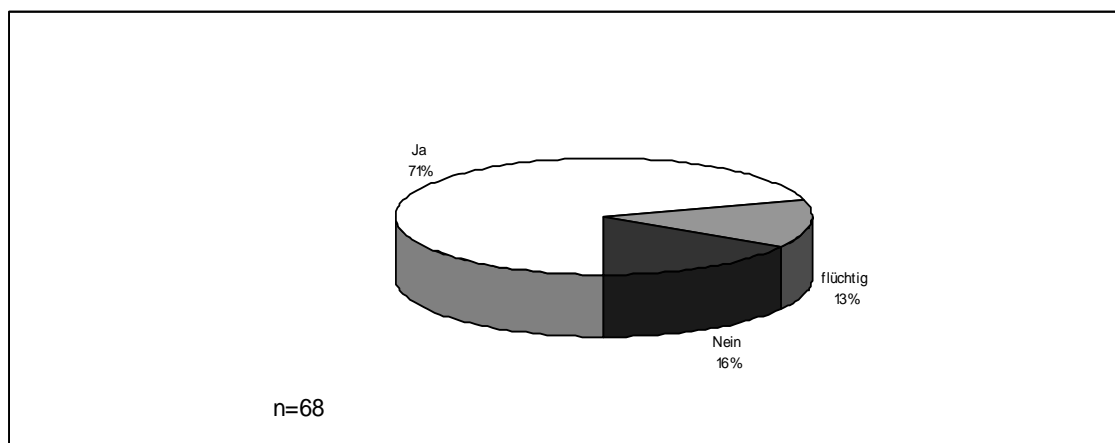


Abbildung 13: Kennen Sie die Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft?

Die Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft ist fast ebenso bekannt wie der Cromme-Kodex, ein bemerkenswerter Erfolg dieser branchenspezifischen Anstrengung! (siehe Abbildung 13)

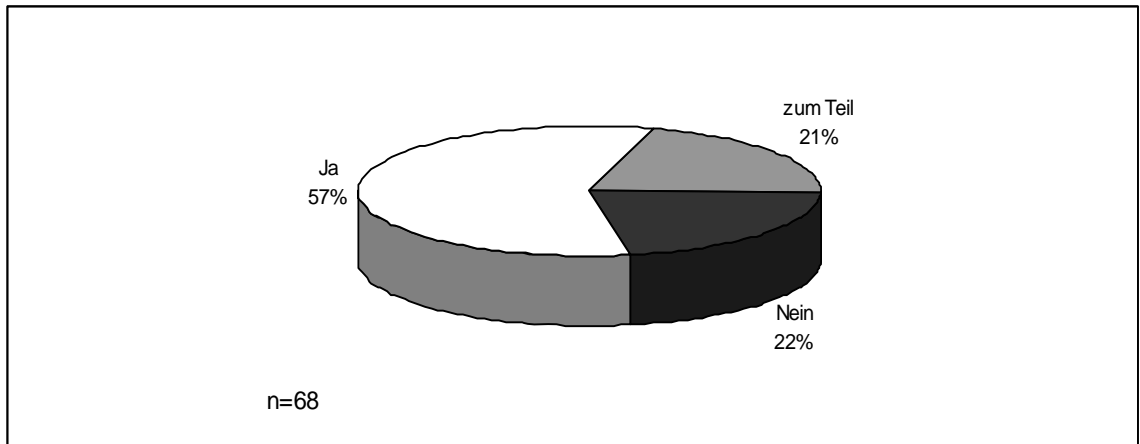


Abbildung 14: Ist Ihnen der Inhalt des Corporate Governance Kodex der deutschen Immobilienwirtschaft bekannt?

Der von der Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft branchenspezifisch überarbeitete Kodex wurde nur wenige Monate vor der Umfrage veröffentlicht und war dementsprechend nur 57% der Unternehmen bekannt (siehe Abbildung 14).

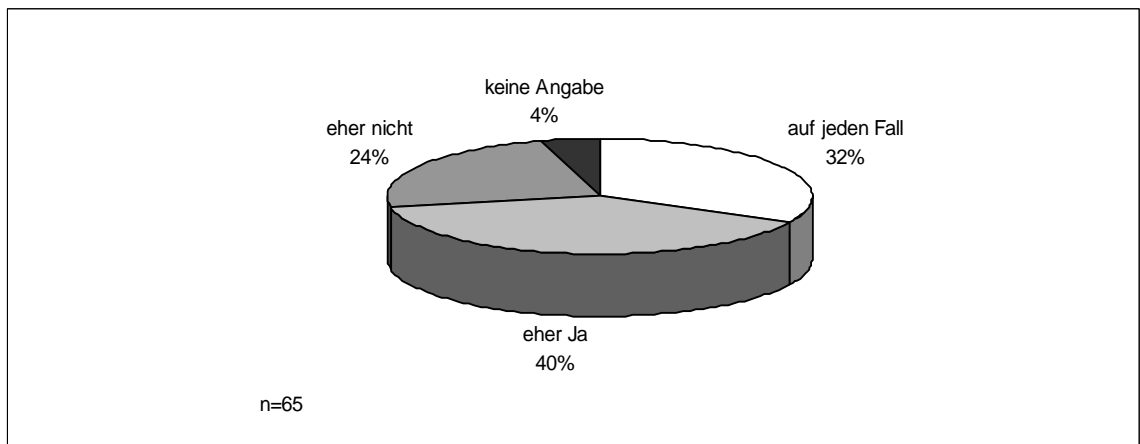


Abbildung 15: Spielt Corporate Governance für die deutsche Immobilienwirtschaft eine besondere Rolle?

Die Mehrheit der Unternehmen ist der Ansicht, dass Corporate Governance für die deutsche Immobilienwirtschaft in jedem Fall (32%) bzw. zumindest teilweise (40%) eine besondere Rolle spielt (siehe Abbildung 15). Dies lässt darauf schließen, dass die Unternehmen einen Handlungsbedarf zwar erkannt haben, dass es dabei aber eher um einen Nachhol- bzw. Anpassungsprozess geht. Dies lassen auch die Antworten auf die

Frage vermuten, ob denn eine gute Corporate Governance in der Immobilienwirtschaft anders aussehen würde als in anderen Branchen (siehe Abbildung 16). Immobilienspezifische Corporate Governance-Themen, wie z.B. die Bewertungsthematik, scheinen den Unternehmen im Mittel offensichtlich weniger bewusst zu sein, als der branchenübergreifend diskutierte Themenkomplex Unternehmensführung. Entsprechend herrscht die Meinung vor (60%), dass es wohl keine (7%) oder nur vergleichsweise geringe (53%) Unterschiede zwischen der Corporate Governance-Thematik in der Immobilienwirtschaft und in anderen Branchen gibt. Vor allem die besitzhaltenden Teilbranchen Wohnungswirtschaft, KAGs und Property Companies halten immobilienpezifische Corporate Governance-Themen für wichtig. Ihre differenzierende Perspektive muss wohl vor allem vor dem Hintergrund der Korruptions- und Bewertungsvorfälle bei den KAGs und der NAV-Debatte bei den Property Companies gesehen werden.

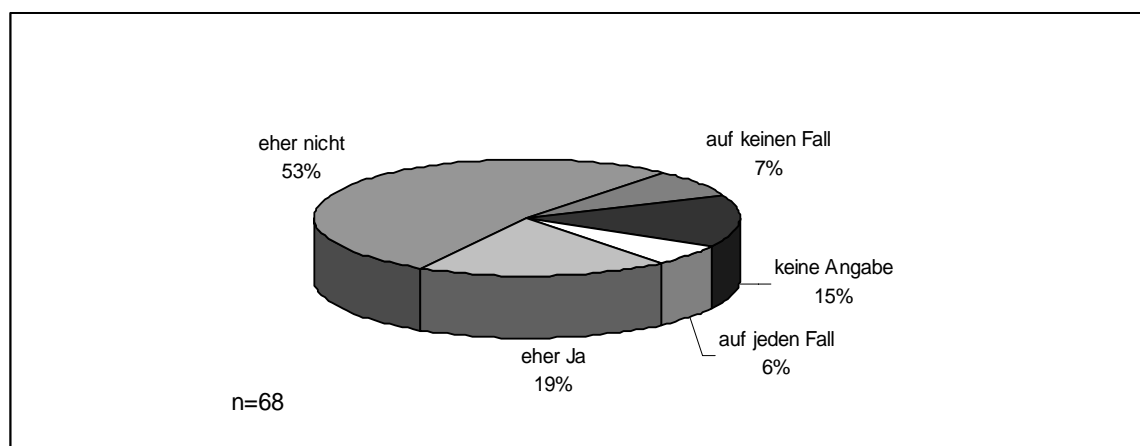


Abbildung 16: Unterscheidet sich gute Corporate Governance in der Immobilienwirtschaft von der in anderen Branchen?

Allgemeiner Konsens herrscht hingegen wieder bei den positiven Auswirkungen einer guten Corporate Governance auf den Unternehmenswert (siehe Abbildung 17). Da diese zentrale, erfolgreiches Wirtschaften ausweisende Kenngröße ein starkes Moment hin zu Veränderungen entwickelt, kann erwartet werden, dass es den Unternehmen erhebliche Anstrengungen wert ist, bei ihrer Corporate Governance nachweisbare Fortschritte zu machen. Sicherlich klaffen dabei bei Immobilienunternehmen vielerorts noch merkliche Lücken zwischen dem Befürworten der CG und dem daraus folgenden konsequenten Einleiten und Umsetzen gewöhnlich schmerzhafter Veränderungen. Jedoch macht die

Tatsache, dass fast 90% der befragten Unternehmen einen Zusammenhang zwischen dem Unternehmenswert und der CG-Performance sehen, die konsequente Weiterentwicklung in diesen Firmen sehr wahrscheinlich.

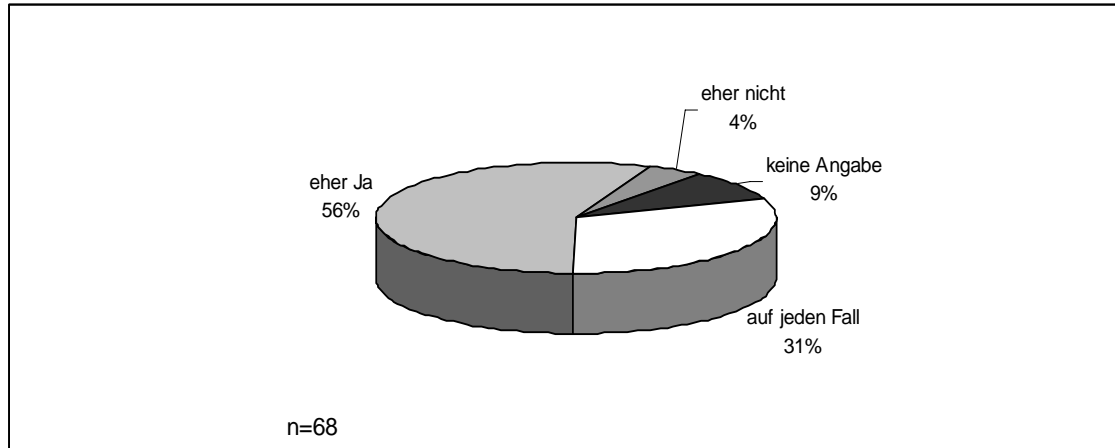
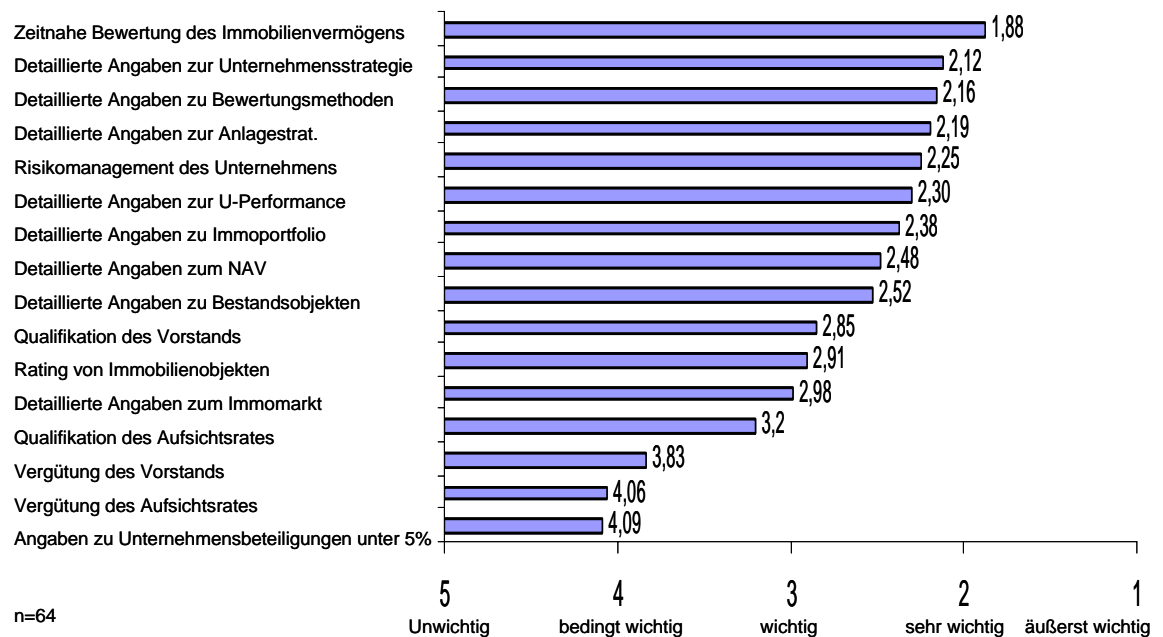


Abbildung 17: Erhöht gute Corporate Governance langfristig den Unternehmenswert?

Um gute Corporate Governance genauer zu charakterisieren sollten die Unternehmen verschiedene Merkmale gewichten. Abbildung 18 zeigt die gewählten Antworten in der entsprechenden Rangfolge, wobei 1 äußerst wichtig und 5 unwichtig bezeichnen.



Weitere Nennungen: Zeitnahe Hauptversammlung, Offenlegung der Finanzierungsstruktur, Infos zur Liquiditätsplanung, detaillierte Angaben zu Projektentwicklungen und genormte Qualitätssicherung für FM

Abbildung 18: Welche immobilienwirtschaftlichen Informationen sind Ihrer Meinung nach für eine gute Corporate Governance in der Immobilienwirtschaft wichtig?

Wie bereits vermutet, ist hierbei klar die Dominanz der zeitnahen Bewertung des Immobilienvermögens mit 1,88 zu erkennen. Diese ist bei börsennotierten Aktiengesellschaften deutlich wichtiger, ebenso die Unternehmensstrategie, die Anlagestrategie und die wirtschaftliche Unternehmensperformance. In relativ enger Abfolge werden ebenso detaillierte Informationen zur verwendeten Bewertungsmethoden sowie zum Risikomanagement und der Unternehmensperformance genannt. Anders als bei der Frage nach der Notwendigkeit einer immobilienpezifischen Ausprägung der Corporate Governance (Abbildung 15) liegen hier die Interessenschwerpunkte eindeutig bei Bewertungsfragen. Bessere Informationen z.B. zur Unternehmens- und Anlagestrategie oder zum Risikomanagement sind dagegen sicherlich in allen Branchen wünschenswert.

Angaben zur Qualifikation des Vorstandes/der Geschäftsführung werden mit 2,85 bewertet und finden damit kein herausragendes Interesse. Hier zeigt sich bei den GmbHs ein deutlich überdurchschnittliches Interesse. An Angaben zur Qualifikation der Aufsichtsratsmitglieder (3,2) besteht offensichtlich noch geringeres Interesse. Dieser Aspekt ist bei börsennotierten Aktiengesellschaften wichtiger, jedoch weist das Rating auch auf den relativ niedrigen Stellenwert hin, der den Mitgliedern dieses Kontrollgremiums beigemessen wird. Angesichts der intensiven Diskussion der Rolle des Aufsichtsrats in der CG-Debatte besteht hier wohl Klärungs- und Nachholbedarf.

In die gleiche Richtung weisen auch die als am unwichtigsten bewerteten Merkmale: Vergütung des Vorstands (3,83), des Aufsichtsrates (4,06) sowie Angaben zu Unternehmensbeteiligungen unter 5% (4,09). Das Thema Vergütungstransparenz wird, wie bei den großen DAX-Unternehmen, nur zögerlich diskutiert und auch nur bedingt als ein wichtiger Baustein für gute Corporate Governance angesehen. Erwartungsgemäß ist das Interesse an detaillierten Angaben zur Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder bei börsennotierten Aktiengesellschaften signifikant höher.

Da Unternehmensbeteiligungen in der Immobilienwirtschaft meist in Form von Objektgesellschaften gehalten werden, die 5% bei weitem überschreiten und damit publiziert werden, wird dieser Punkt als nur bedingt wichtig angesehen.<sup>781</sup>

---

<sup>781</sup> Als weitere wichtige Informationen für eine gute Corporate Governance wurden außerdem genannt: eine zeitnahe Hauptversammlung, Offenlegung der Finanzierungsstruktur, Informationen zur Liquiditätsplanung, detaillierte Angaben zu Projektentwicklungen sowie eine genormte Qualitätssicherung für FM-Dienstleistungen.



In Abbildung 19 ist dargestellt, welchen Stellenwert die abgefragten Merkmale in den Veröffentlichungen der befragten Unternehmen haben. 1 bedeutet hierbei, dass ein Unternehmen sehr detaillierte Informationen zu diesem Merkmal veröffentlicht, 5 bedeutet dagegen, dass zur angegebenen Thematik gar keine Informationen veröffentlicht werden. Im Vergleich zu Abbildung 18 fällt hier auf, dass die von den Unternehmen als für gute Corporate Governance wesentlich erachteten Merkmale von ihnen selbst nur recht zögerlich veröffentlicht werden. Informationen zur zeitnahen Bewertung werden z.B. von den Unternehmen selbst als sehr wichtig erachtet. In ihren Veröffentlichungen sind Informationen zum Rating von Bestandsobjekten jedoch fast nicht vorhanden (4,5 !). Diese Diskrepanz muss als wichtiges Symptom gewertet werden, dass CG-Regeln noch in starkem Maße als Möglichkeit gesehen werden, selbst aktuelle Informationen zu verlangen.

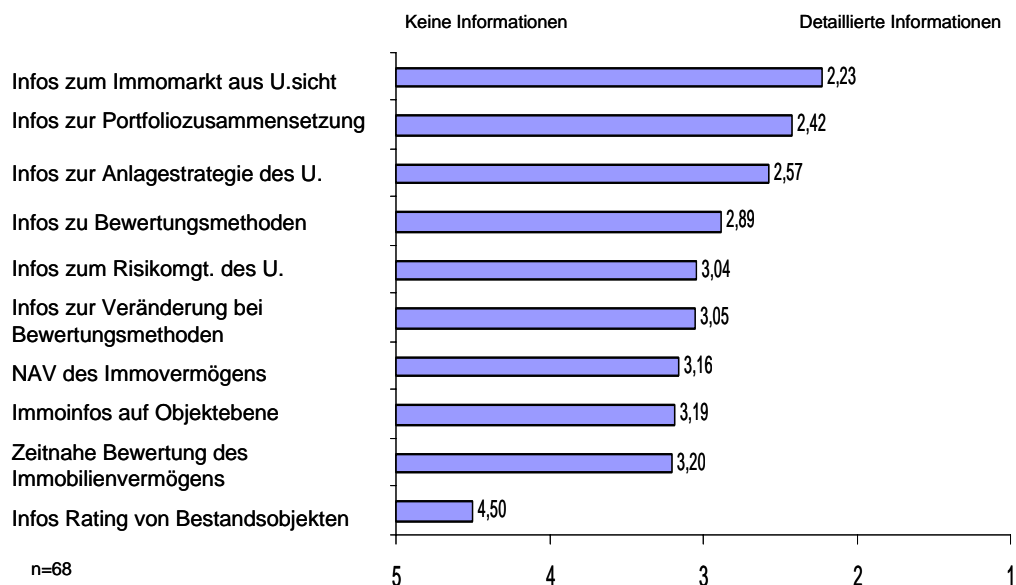


Abbildung 19: Wie detailliert veröffentlicht Ihr Unternehmen Informationen zu folgenden Sachverhalten?

Transparenz für die eigenen Anleger/Kapitalgeber wird dagegen als nachrangig oder gar unerwünscht angesehen. Hier ist bis zu einem konsolidierten CG-Verständnis wohl noch ein weiter Weg zu gehen.

### 5.2.1.2 Teilbranchen

Nach dem gesamthaften Blick auf die Themen der Umfrage sollen jetzt Unterschiede zwischen den Antworten der Unternehmen aus verschiedenen Teilbranchen bzw. aus verschiedenen Rechtsformen dargestellt werden.

Abbildung 20 zeigt, dass die einzelnen Teilbranchen hohes Interesse oder doch Interesse an der Thematik Corporate Governance in der deutschen Immobilienwirtschaft haben. Nur in den Teilbranchen Wohnungswirtschaft, Developer und FM gibt es Minderheiten, die nur geringes Interesse am Thema bekunden. Interessant ist hierbei, dass die Wohnungswirtschaft (63,6%) zusammen mit den KAGen (64,3%) und den Property Companies (60%) ein hohes Interesse an diesem Thema hat. Das geringe Interesse einiger wohnungswirtschaftlicher Unternehmen (9,1%) könnte in ihrer bisher noch eher schwachen Kapitalmarktabhängigkeit vermutet werden. So sind einige Wohnungsunternehmen zum Teil in landeseigenen oder kommunalen Trägerstrukturen und somit im Vergleich zu privatwirtschaftlich geführten Wohnungsunternehmen<sup>782</sup> weniger dem Druck des Kapitalmarkts ausgesetzt. Ostdeutsche Wohnungsunternehmen haben darüber hinaus mit großen Leerständen und einem dadurch bedingten komplexeren operativen Tagesgeschäft zu kämpfen.

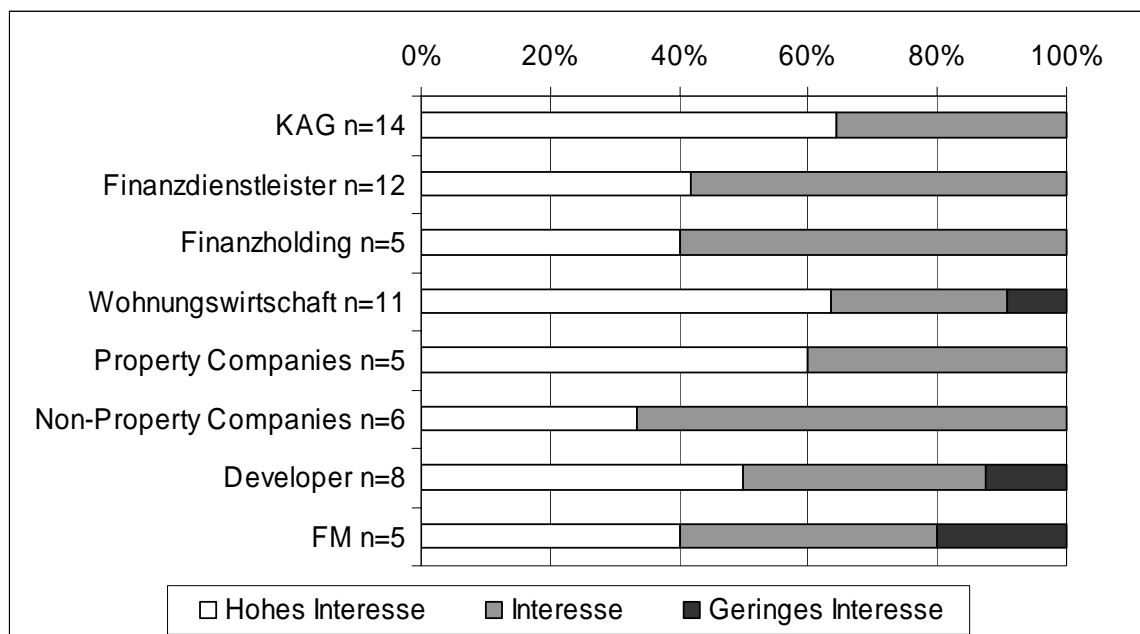


Abbildung 20: Interesse der Teilbranchen am Thema Corporate Governance in der deutschen Immobilienwirtschaft

<sup>782</sup> Vgl. Jenkis (2001).

Möglicherweise bringen sie deshalb dem Thema Corporate Governance weniger Interesse entgegen. Dies dürfte sich mit der zunehmenden Verkaufsbereitschaft auf Seiten der Träger wohl ändern, wie der Verkauf von 82.000 Wohnungen der von der BfA gehaltenen GAGFAH an den opportunistischen Investor Fortress im Herbst 2004 oder die Veräußerung der E.on-Immobilien-Tochter Viterra an die Deutsche Annington im Frühjahr 2005 belegen.<sup>783</sup> Als Ausstiegsszenario bzw. Entwicklungsperspektive für diesen Investorenkreis bieten sich neben einer forcierten Mieterprivatisierung, ein Börsengang sowie die Bündelung und Verbriefung von Mietforderungen in Form von Asset Backed Securities an.<sup>784</sup>

KAGen und Property Companies sind durch ihre relativ stärkere Abhängigkeit vom Kapitalmarkt und vom Wohlwollen der Anleger früher mit Corporate Governance Aspekten konfrontiert worden und haben darauf mit der Anpassung und Überarbeitung der Wohlverhaltensregeln des BVI sowie intensive Mitarbeit in der Initiative Corporate Governance reagiert.<sup>785</sup> Teilbranchen wie z.B. die Gruppe der Finanzdienstleister (41,7%), Finanzholdings (40%) und Non-Property Companies (33,3%) haben, bedingt durch ihre Konzernzugehörigkeit, kein sehr ausgeprägtes Interesse an Corporate Governance, bringen ihm aber noch mehr Interesse entgegen als Wohnungswirtschaft oder Developer.

In der Gruppe der Developer, die durch geringe Mitarbeiterzahlen je Unternehmen gekennzeichnet ist, haben immerhin 12,5% der befragten Unternehmen kein Interesse an Corporate Governance.<sup>786</sup> Dies ist bei diesen gewöhnlich mittelständischen Unternehmen mit einem fremdkapitalintensiven und risikoreichen Geschäft erstaunlich, da die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II) für viele mittelständische

---

<sup>783</sup> Reichel (2005b), S. 36.; Die Beratungsfirma GEWOS schätzt, dass 2005 in Deutschland rund 4,1 Mio. Wohnungen zum Verkauf standen, wovon 2,6 Mio. Wohnungen im Besitz der Kommunen seien. Das Beispiel Holzmann zeigt, wie sehr sich die Immobilienwirtschaft im Fokus politisch-öffentlicher Wahrnehmung bewegt. Dieser Aspekt wird wohl noch wichtiger, allgemeiner und offensichtlicher werden, wenn z.B. mit dem Aufkauf großer Altbau-/Sozialwohnungsbestände durch angelsächsische Investoren die Globalisierung der Kapitalmärkte ganz konkret an die Wohnungstüren vieler Mieter klopft. Das in der Vergangenheit über viele Jahre gewachsene, politisch geförderte Anspruchsdenken vieler Mieter prallt hier stellvertretend für weite Teile der deutschen Gesellschaft hart und hautnah auf das globalisierte Denken und Handeln der Kapitalmärkte. Diese Konstellation hat, von der Empörung der Mieter ausgehend, nicht nur in Deutschland das Potenzial, eine generelle Diskussion über die Sozialbindung von Eigentum anzustoßen. In anderen europäischen Ländern (z.B. Frankreich) ist diese Diskussion schon im Gange.

<sup>784</sup> Die geplante Einführung von Real Estate Investment Trusts (REITS) in Deutschland würden laut h.M. eine Börsenplatzierung Wohnungshaltender Bestandsgesellschaften erheblich attraktiver machen

<sup>785</sup> Siehe Punkt 4.2.2 für BVI und Punkt 4.2.3 für die Initiative. In der Initiative Corporate Governance sind überwiegend Property Companies engagiert.

<sup>786</sup> 71,5% der befragten Unternehmen beschäftigen weniger als 50 Mitarbeiter.

Unternehmen einen erheblichen Finanzierungsnachteil bedeutet, den gerade eine verbesserte Corporate Governance deutlich mildern könnte.<sup>787</sup>

Das geringe Interesse bei FM (20%) ist mit der oft inhabergeführten, mittelständischen Unternehmensstruktur bzw. der Zugehörigkeit (Tochterunternehmen) zu großen Baukonzernen zu erklären. Dies bedeutet zum einen eine nur mittelbare Kapitalmarktabhängigkeit, zum anderen ein eher beschränktes Interesse auf Seiten der im Konzernverbund arbeitenden Tochterunternehmen.<sup>788</sup>

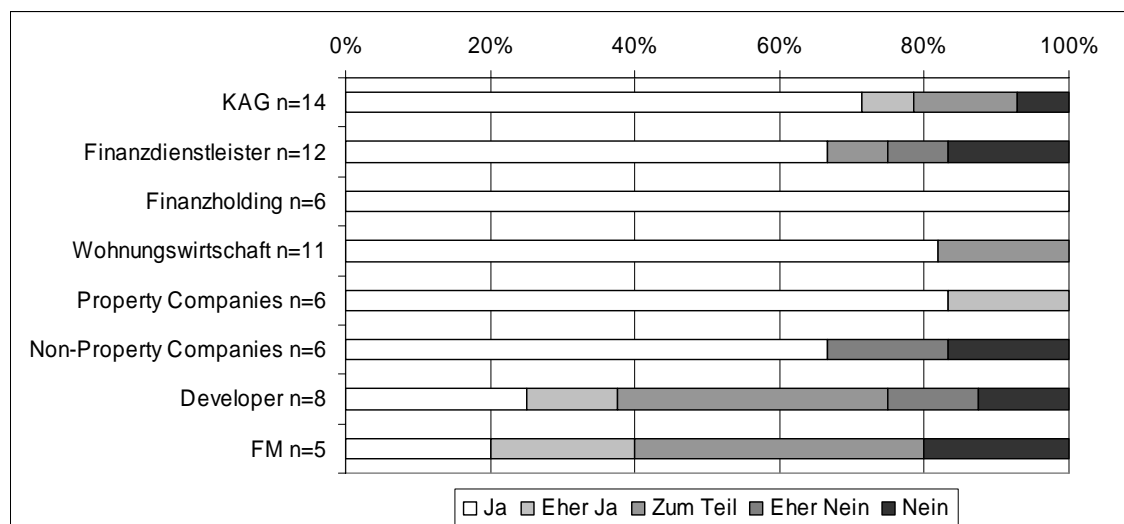


Abbildung 21: Kenntnis des Inhalts des Deutschen Corporate Governance Kodex

Der in Kapitel vier erläuterte DCGK ist den befragten Unternehmen zum großen Teil bekannt (siehe Abbildung 21), wobei die Teilbranchen Finanzholding (100%), Property Companies (83%) und Wohnungswirtschaft (82%) die beste Kenntnis des Deutschen Corporate Governance Kodex aufweisen. Dies mag insbesondere bei der Gruppe Finanzholding mit der Rechtsform der AG und der Börsennotierung der Gesellschaften zu erklären sein. Die Unternehmen dieser Gruppen müssen sich qua Gesetz mit dem DCGK auseinandersetzen. Trotz des geringen Interesses am Thema Corporate Governance (9%), kennen die meisten Wohnungsunternehmen (63,6%) den Inhalt des DCGK.

Eher geringe Kenntnisse bestehen bei Entwicklern (25%) und FM (20%), was auf die überwiegend vorherrschende Rechtsform der GmbH sowie die bisher geringe Kapitalmarktabhängigkeit zurückzuführen ist.

<sup>787</sup> Pitschke (2004), S. 1 f.

<sup>788</sup> Vgl. o.V. (2003b), S. 12 f.

Abbildung 22 zeigt für die befragten Teilbranchen, ob die Initiative Corporate Governance bzw. der Immobilien-Kodex den befragten Unternehmen bekannt ist. Hierbei wird deutlich, dass Initiative und Immobilien-Kodex etwa gleich bekannt sind. Auffallend ist jedoch, dass einige, bei den FM sogar alle befragten Firmen angaben, keine oder nur flüchtige Kenntnisse zu haben. Die Anforderungen des Kodex bilden die Sorgen und Interessen dieser Teilbranchen wohl nur teilweise ab.<sup>789</sup>

Auch den Stellenwert von Corporate Governance bewerten die einzelnen Teilbranchen unterschiedlich. Die oberen Balken in Abbildung 22 (besondere CG-Rolle in der Immobilienwirtschaft?) und deren untere Balken (Ist Immobilien-CG von anderen Branchen verschieden?) zeigen erhebliche Streuungen zwischen den Teilbranchen. Mit Ausnahme der Teilbranchen Finanzholding und FM weisen alle anderen Unternehmen der CG eine besondere Rolle zu. Unterschiede zur CG anderer Branchen werden dagegen nur teilweise gesehen. Die geringere Wichtigkeit von CG bei der Teilbranche Finanzholding beruht wohl auf der Einschätzung, dass diese Unternehmen sich schon weit in diese Richtung entwickelt haben und dass sie demnach keine wesentlichen Vorteile mehr aus einer Vorreiterrolle ziehen können. Die eher mittelständische und inhabergeführte Unternehmensstruktur sowie das dienstleistungsorientierte Aufgabenspektrum (z.B. Gebäudebewirtschaftung) bei FM erbringen zwar immobilienbezogene Leistungen, haben aber mit z.B. Bewertungsproblemen wenig zu tun. Dies führt dort aus ganz anderen Gründen ebenfalls zu einem geringeren Interesse am CG-Thema.

Interessant ist in Abbildung 23 wiederum, dass die kapitalmarktnäheren Teilbranchen KAG, Finanzdienstleister und Property Companies der Corporate Governance eine besondere Rolle in der Immobilienwirtschaft zugestehen, jedoch nur wenig Unterschiede zum CG-Kodex anderer Wirtschaftsbranchen sehen. Dies kann als ein weiteres Indiz dafür angesehen werden, dass die spezifischen Herausforderungen des Immobilienmarkts auch von diesen Gesellschaften noch nicht in ihrer wirklichen Bedeutung und Tiefe erkannt wurden.

---

<sup>789</sup> Vgl. Baeuchle (2003), S. 35.

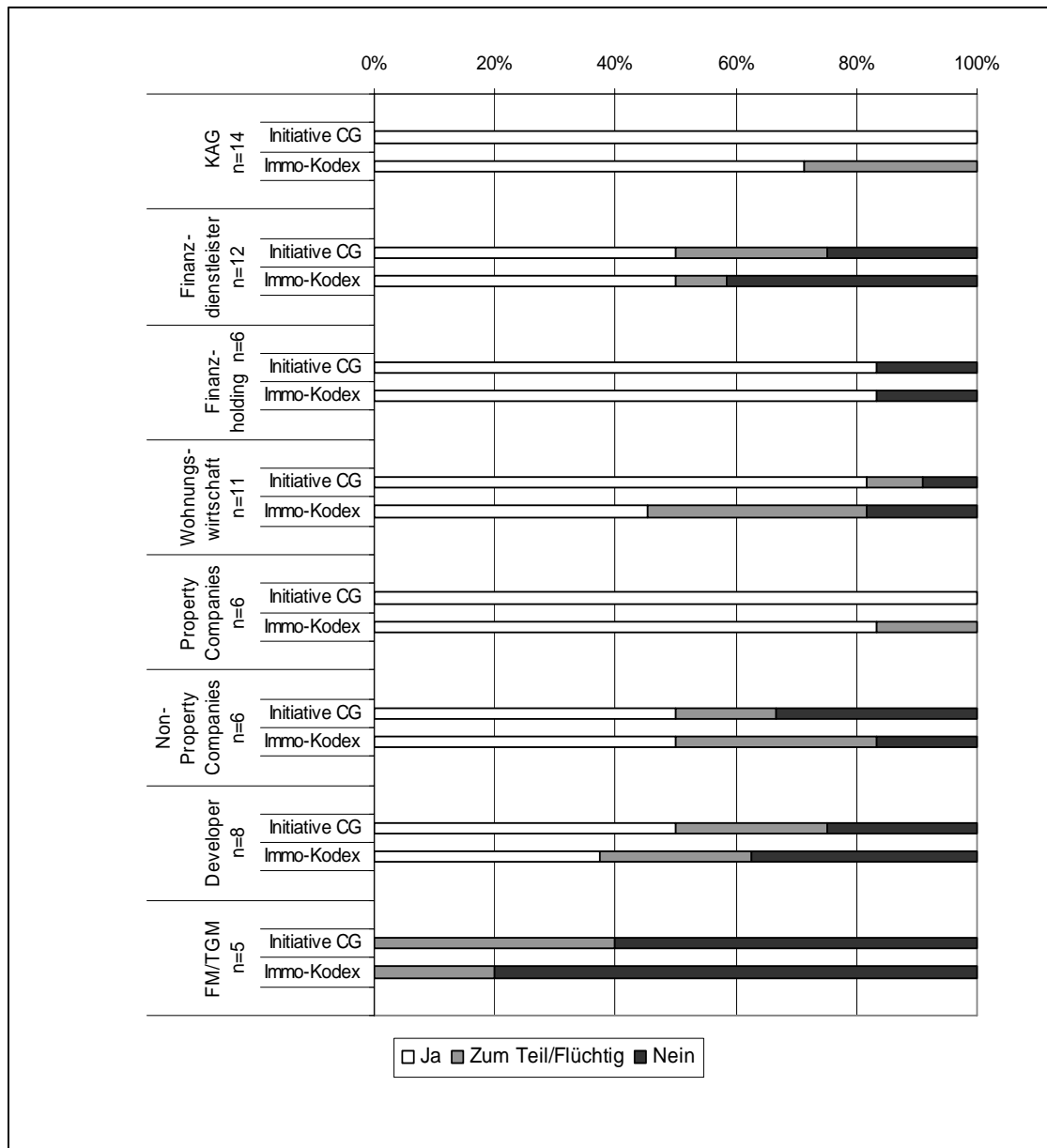


Abbildung 22: Kenntnis des Immobilien-Kodex und der Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft

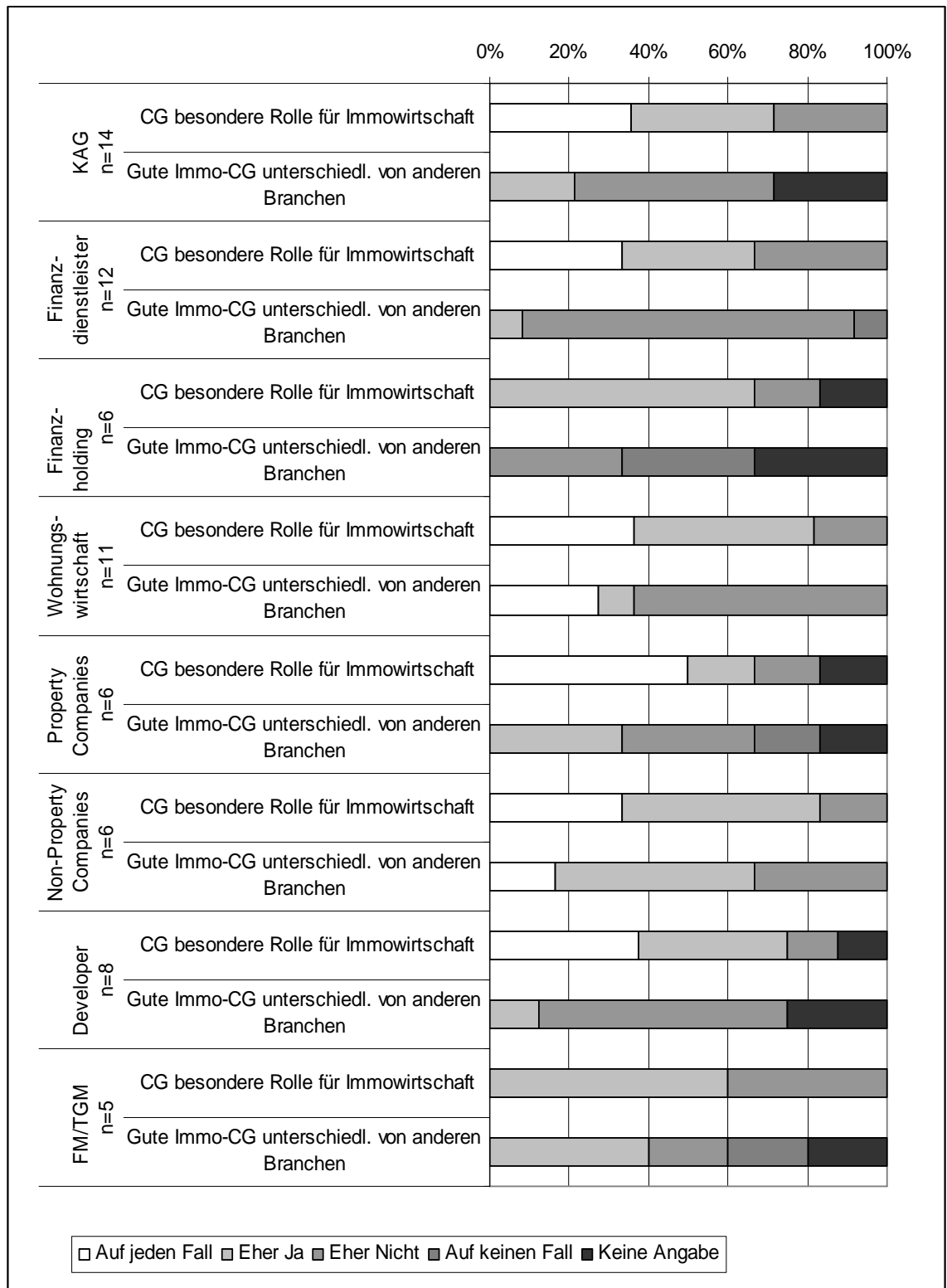


Abbildung 23: Erwartungshaltung zu CG in der Immobilienwirtschaft

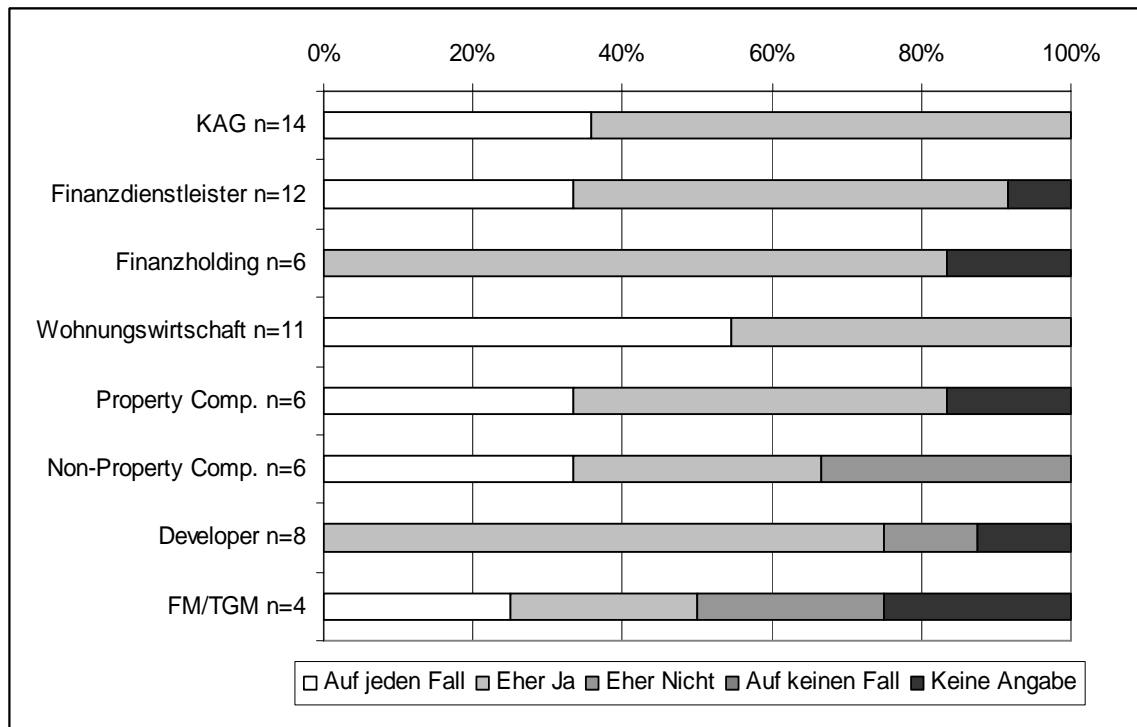


Abbildung 24: Einschätzung des Einflusses guter CG auf den Unternehmenswert

Die Frage, ob sich eine gute CG sich nach Meinung der Unternehmen auszahlt, d.h. einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert hat, bejahen viele der befragten Unternehmen (siehe Abbildung 24). Es wird ein klarer Zusammenhang zwischen guter Corporate Governance und dem Unternehmenswert gesehen. Hier fällt die außergewöhnlich positive Einschätzung in der Teilbranche Wohnungswirtschaft auf. Dies könnte zum einen am zunehmenden Einfluss institutioneller/opportunistischer Investoren liegen, die bereit sind, für transparente Unternehmensstrukturen, ein Aufgeld zu bezahlen, aber auch an der Erkenntnis, dass CG in der Vergangenheit in dieser Teilbranche eine eher untergeordnete Rolle gespielt hat und deshalb Nachholbedarf besteht.

Auch KAG (35,7%), Finanzdienstleister (33,3%), Property und Non-Property Companies (33,3%) sehen einen klaren Zusammenhang zwischen guter CG und Unternehmenswert. Die eher zurückhaltende Einschätzung der Finanzholdings mag in dem dort schon etablierten, recht hohen Aktivitätsniveau begründet sein, das in dieser Teilbranche in der Zukunft keine signifikante „CG-Prämie“ mehr erwarten lässt.

Die sehr verschiedene Bewertung dieser Frage durch die wenigen Unternehmen aus der Teilbranche FM zeigt, dass es sich hier nicht um eine homogene Gruppe, sondern eher um ein Kontinuum unterschiedlich aufgestellter Unternehmen handelt.



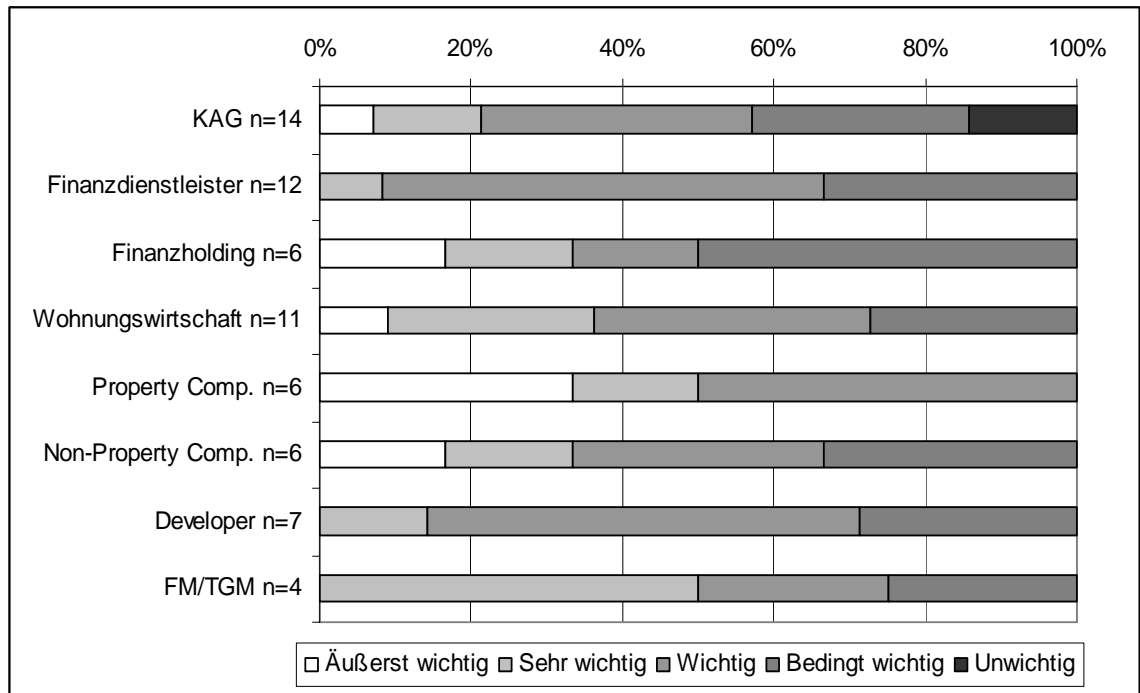


Abbildung 25: Detaillierte Angaben zum Immobilienmarkt aus Sicht des Unternehmens

Breite Zustimmung herrscht beim Thema, ob sich Unternehmen stärker zur allgemeinen Lage des Immobilienmarktes äußern sollten (siehe Abbildung 25). Als wichtig sehen dies besonders die Property und Non-Property Companies an. Ziel dieser Angaben ist hier vor allem ein besseres Verständnis der Markteinschätzung der betreffenden Unternehmen, da so weitere Schritte für die jeweilige Anlagestrategie abgeleitet werden können. Überraschend ist hier auch wieder die Einschätzung „unwichtig.“ bei 14% der KAG. KAGen, die meist als Bankentöchter im Markt agieren und so über qualifizierte Research-Kapazitäten verfügen, dürften den konzerneigenen Informationen einen höheren und neutraleren Wert beimessen als den u.U. doch getönten Selbsteinschätzungen der Immobilien-Unternehmen. Neben dem eigenen Research nehmen diese Anleger auch die Hilfe Dritter in Anspruch, um sich einen unabhängigen Überblick zu verschaffen. So können aktuelle Daten von externen Daten Providern (z.B. BulwienGesa AG) eingekauft werden. Qualifiziertes und aktuell gehaltenes Markt-Know-how stellt gerade in der Immobilienbranche einen hohen Wert dar, der mühsam und teuer erworben wird. Er soll nicht ohne klar erkennbaren Nutzen weitergegeben werden. Dies kann auch bei den Developern beobachtet werden, die meist über ein sehr

gutes lokales Markt-Know-how verfügen, das sie aber nicht an Dritte weitergeben wollen.

Diesen unternehmensinternen Optimierungen steht die Erwartung gegenüber, dass ein höheres Informationsniveau allen Marktteilnehmern zu Gute kommt und die mittel- bis langfristige Entwicklung des Immobilienmarktes insgesamt prognostizierbarer macht. Ein durch viele Unternehmensbeiträge breit gestütztes Meinungsbild der Immobilienbranche könnte punktuellen Verwerfungen und damit auch Ressourcenverschwendungen entgegenwirken. Es ist aber wohl unrealistisch zu erwarten, dass diese Unternehmen das Gemeinwohl höher einschätzen als ihre Chance, durch Informationsvorsprünge Überrenditen zu erzielen. Hier wird die Grenze der CG-Motivation sichtbar.

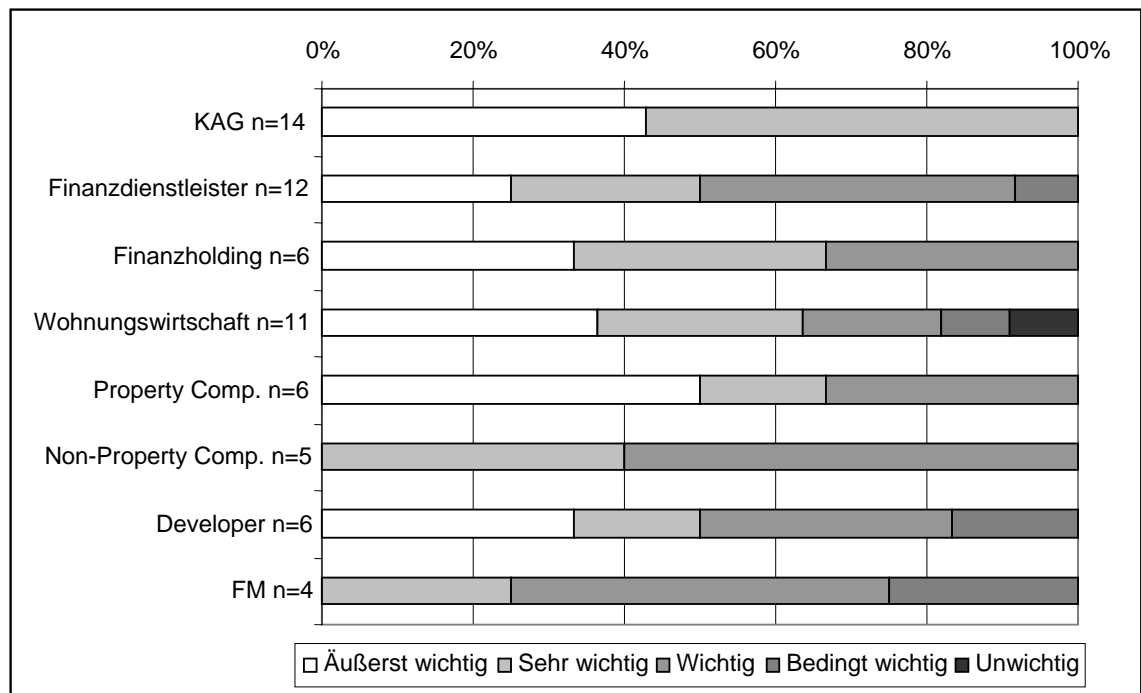


Abbildung 26: Detaillierte Angaben zur zukünftigen Anlagestrategie des Unternehmens

Es besteht allgemeine Zustimmung, dass genauere Angaben zur zukünftigen Anlagestrategie gemacht werden sollen und dass diese wichtig sind. Aber auch hier bestimmt der unterschiedliche Geschäftszweck der befragten Unternehmen deren Verhalten (siehe Abbildung 26). Die überwältigende Zustimmung bei den KAGs und Property Companies überrascht nicht. Deren Attraktivität für Anleger wird wesentlich von einer klaren und erfolgsversprechenden Anlagestrategie bestimmt. Die Erarbeitung und Vermittlung eines überzeugenden Anlageprofils und der dazu passenden

Anlagestrategie ist das wichtigste Argument gegenüber den Investoren. Diese klare Positionierung erlaubt es potenziellen Anbietern aber auch, solch transparent aufgestellten Gesellschaften auf „Investment Opportunities“ hinzuweisen, die in die Anlagestrategie passen. Angaben zur zukünftigen Anlagestrategie haben in dieser Branche demnach den Rang von Werbeaussagen und sind durchweg auch „gut für's Geschäft“.

Anders ist die Interessenslage z.B bei Non-Property Companies und FM. Deren etwas zurückhaltenderes Interesse bei Angaben zur Unternehmensstrategie beruht einerseits auf weniger spektakulären Spielräumen für beeindruckende Visionen. Andererseits mag deren mittelfristige Anlagestrategie zwar klar definiert sein, da aber entweder Optimierung oder möglicherweise Verkauf bzw. die Dienstleistungserbringung im Mittelpunkt steht, ist in diesen Teilbranchen das Interesse an einer breiten Information zur Anlagestrategie verständlicherweise nur gering.

Auffallend ist, dass ein Unternehmen der Wohnungswirtschaft Angaben zur Anlagestrategie als unwichtig erachtet (9%). Der in den nächsten Jahren zu erwartende demographische Wandel und die zunehmende Dynamik im Marktsegment Wohnen werden nicht nur eine intensivere Auseinandersetzung mit der eigenen Anlagepolitik, sondern auch deren Kommunikation in den Markt zunehmend erzwingen.

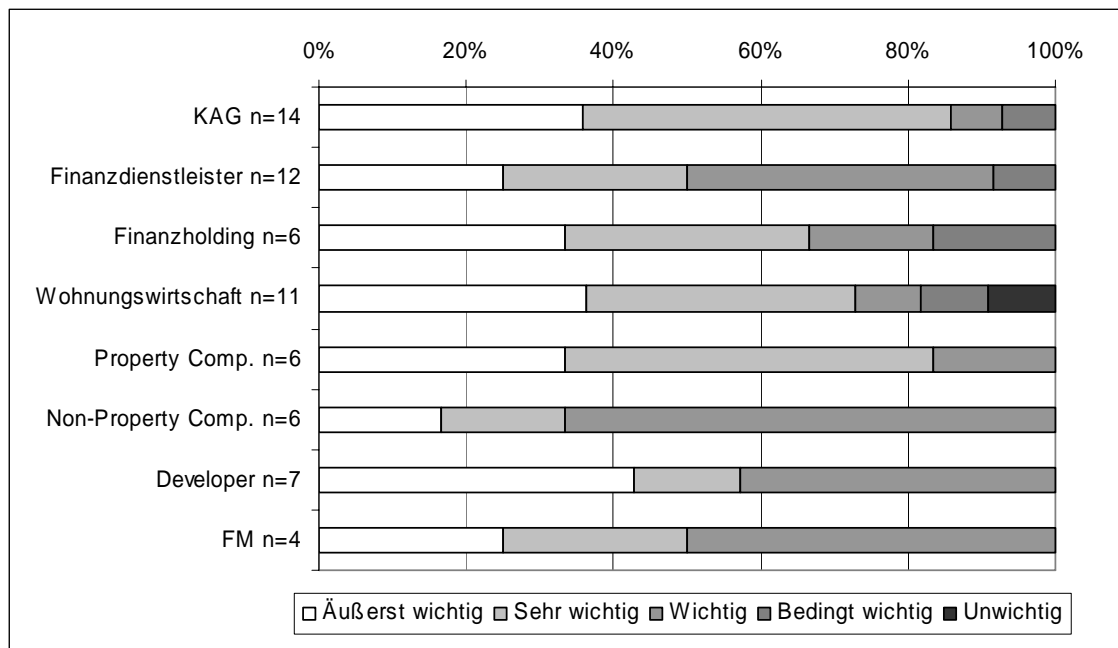


Abbildung 27: Detaillierte Angaben zur Unternehmensstrategie

Eine detailliertere Darstellung der Unternehmensstrategie ist für die befragten Unternehmen ähnlich wichtig wie die Kommunikation der Anlagestrategie (siehe Abbildung 27). KAG und Property Companies messen ihr zwar geringeren Wert als der Anlagestrategie bei, sie zeigen hier jedoch auch im Vergleich zu den anderen Teilbranchen das deutlichste Interesse. Der Druck auf Performance und Transparenz und damit auch die Orientierung an CG-Werten ist bei diesen Gesellschaften wohl am deutlichsten ausgeprägt.

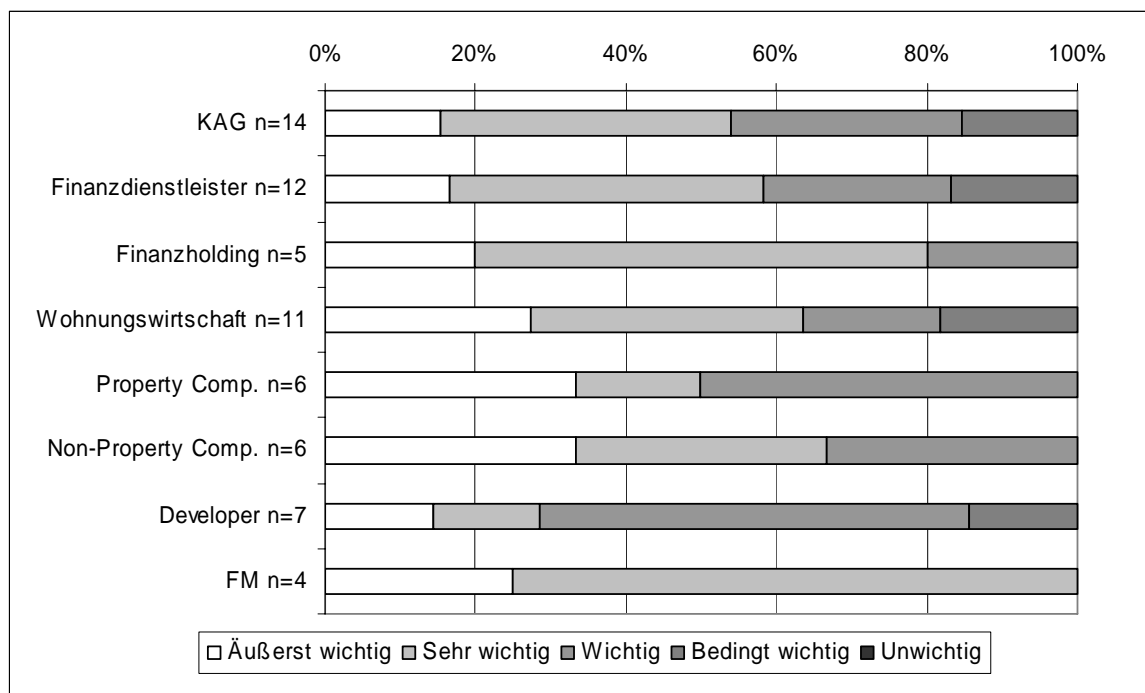


Abbildung 28: Detaillierte Angaben zur wirtschaftlichen Performance des Unternehmens

Als besonders interessiert an Angaben zur wirtschaftlichen Performance zeigen sich die Finanzholding- und die FM-Unternehmen (siehe Abbildung 28). Bei dieser Einschätzung steht wohl die Bonität als Partner für zukünftige Geschäfte im Vordergrund. Property und Non-Property Companies sehen zu einem erheblichen Teil (beide 33%) die Kommunikation ihrer wirtschaftlichen Performance als äußerst wichtig für eine gute Corporate Governance an. Dies mag zum einen durch das Bewusstsein der zunehmenden Kapitalmarktabhängigkeit bei Property Companies begründet sein, zum anderen liegt die Vermutung nahe, dass viele Non-Property Companies wie z.B. Siemens Real Estate (SRE) oder DaimlerChrysler Immobilien (DCI) ihr Geschäft sehr

gut verstehen und dies zum Zeitpunkt der Untersuchung auch mit Hinblick auf eine mögliche Ausgliederung/ Börsengang dem Markt vermitteln wollten.

Wie erwartet ist die Information über die Unternehmensperformance als Teil der CG für alle befragten Firmen wichtig.

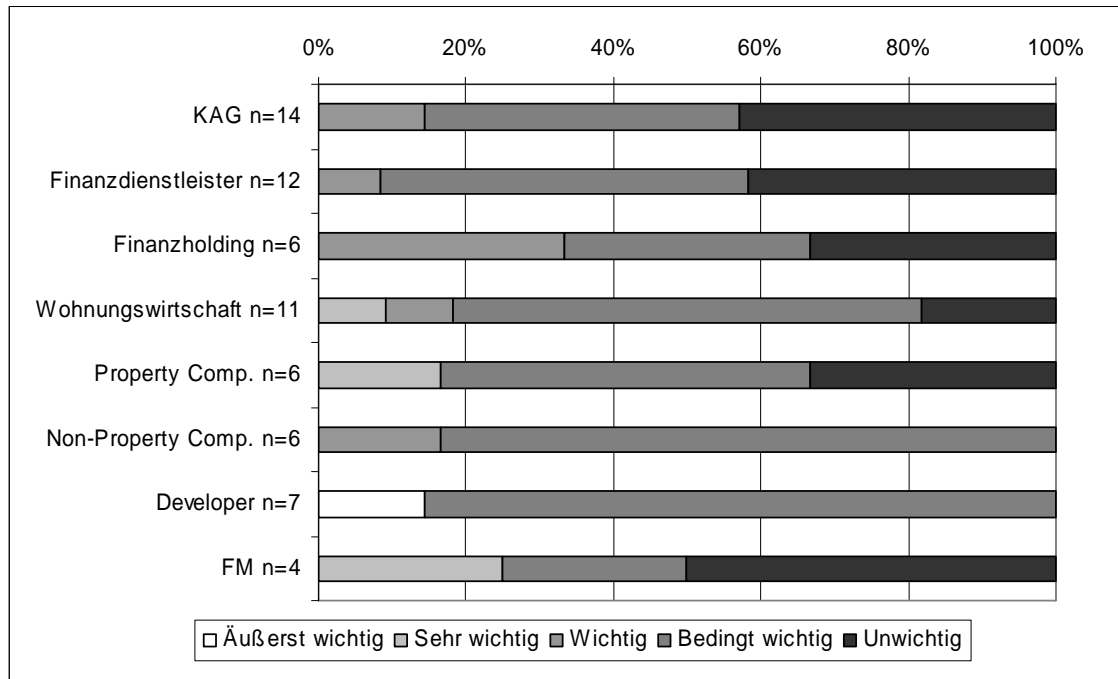


Abbildung 29: Detaillierte Angaben zu Unternehmensbeteiligungen unter 5% des Grundkapitals

Die Information über kleinere Unternehmensbeteiligungen erscheint den meisten befragten Firmen als nur bedingt wichtig oder gar als unwichtig (siehe Abbildung 29). Dies mag auf darauf zurückzuführen sein, dass Minderheitsbeteiligungen an anderen Unternehmen in diesen Teilbranchen nur geringe Bedeutung haben. Gehaltene Beteiligungen z.B. an Objektgesellschaften haben meist einen sehr viel größeren Anteil und werden somit dem Markt ohnehin kommuniziert.

Detaillierte Angaben zum Risikomanagement werden von allen befragten Teilbranchen überwiegend als sehr wichtig bis wichtig angesehen (siehe Abbildung 30). Die herausragende Einschätzung als „äußerst wichtig“ bei Developern (42%) weist darauf hin, dass Projektentwicklungen heute nur durch dezidiertes Risikomanagement erfolgreich durchgeführt und überhaupt finanziert werden können. Non-Property Companies bekommen hierbei sehr viel stärkere Vorgaben von ihren Konzernmüttern, da diese meist konzernweit Risikokontrollsysteme implementieren.

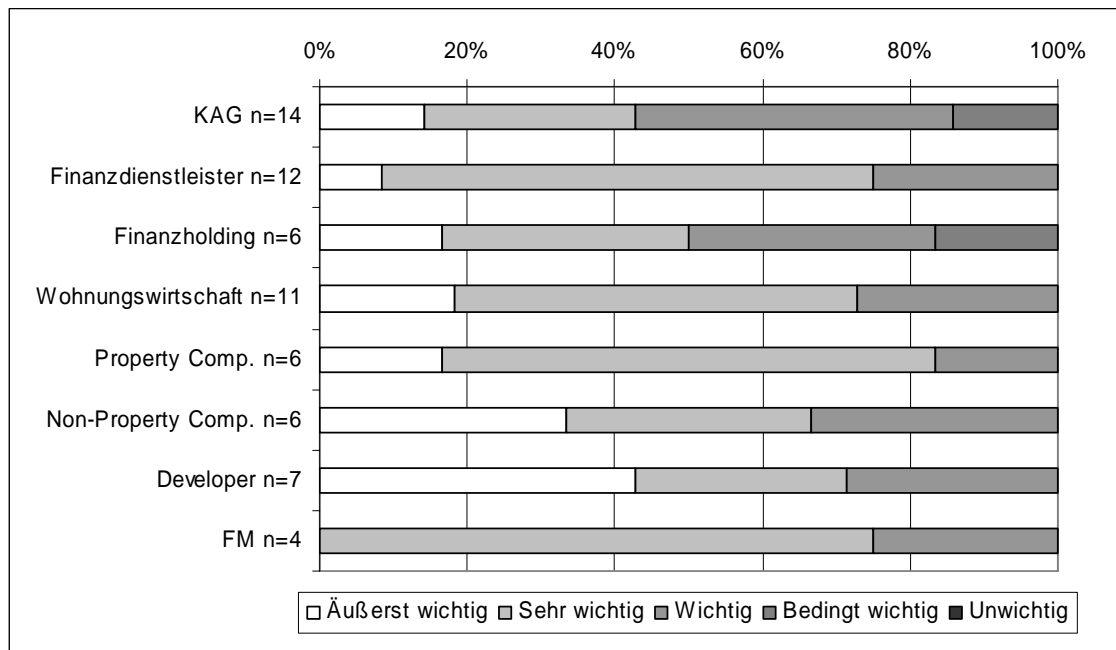


Abbildung 30: Detaillierte Angaben zum Risikomanagement des Unternehmens

Die beschränkte Bereitschaft, über das Risikomanagement zu informieren, drückt sich bei Finanzholdings und KAGs in der Einschätzung aus, dass 17% bzw. 15% der befragten Unternehmen dieser Teilbranchen diesen Aspekt für nur „bedingt wichtig“ halten. Dies überrascht, da gesetzliche Vorgaben zu periodischen Aussagen zum Risikomanagement verpflichten und solche Untersuchungen in den Unternehmen als wesentliche Steuerungsinformation auch vorliegen. Hier laufen die Interessen des Managements gegen die der breiteren Öffentlichkeit. An diesem zentralen Element der CG, das für die Stakeholder und besonders für die Anleger wichtig ist, wird deutlich, dass Compliance dort erzwungen werden muss, wo sie sich auch gegen das eigene Firmeninteresse richten könnte.

Die zeitnahe Bewertung des Immobilienvermögens ist für Immobiliengesellschaften und deren Anleger die mit Erfolg und Wertentwicklung verknüpfte zentrale Frage. Dementsprechend wäre hier im Geist gelebter Corporate Governance für vollständige Transparenz für alle Beteiligten zu sorgen. Der überwiegende Teil der befragten Firmen hat dementsprechend Angaben über die zeitnahe Bewertung des Immobilienvermögens für „äußerst wichtig“ bis „wichtig“ eingeschätzt (siehe Abbildung 31). Ein nicht zu vernachlässigender Teil der Finanzholdings (20%), Finanzdienstleister (17%) und Developer (13%) hat diesen Aspekt jedoch als „bedingt wichtig“ eingeschätzt, was

wiederum auf eine eher auf interne Optimierung ausgerichtete Sicht- und Handlungsweise schließen lässt.

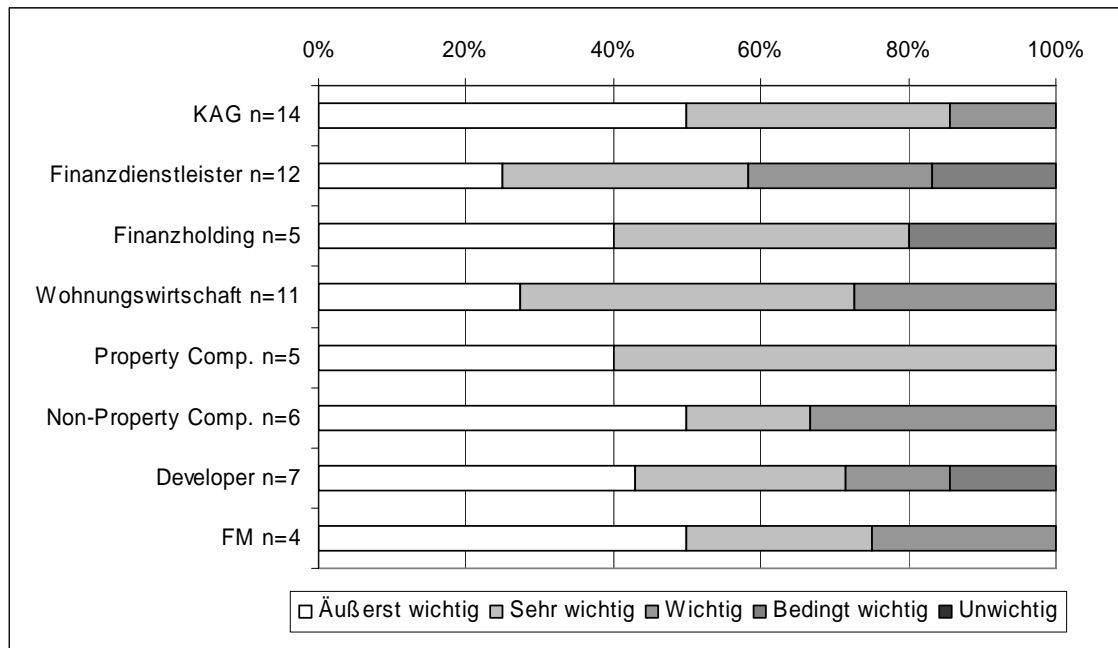


Abbildung 31: Zeitnahe Bewertung des Immobilienvermögens

An der Spitze der Teilbranchen, die dem Thema Bewertung eine äußerst wichtige Rolle beimessen, stehen mit jeweils 50% die Teilbranchen KAG, Non-Property Companies und FM. Für die Gruppe KAG schlägt sich hier die bereits genannte Bewertungsproblematik durch die Sachverständigenausschüsse nieder. Die Non-Property Companies, die ja eher eine verwaltende und optimierende Funktion für das Asset Immobilie im Rahmen einer Konzernstruktur haben, scheinen einem zunehmenden Druck von ihren Konzern-müttern in Hinblick auf eine Wertsteigerung des verwalteten Immobilienvermögens bzw. einer Optimierung und Monetarisierung ihres Immobilienbestandes ausgesetzt zu sein. Der hohe Wert der FM muß wohl in Zusammenhang mit den Leistungen dieser Unternehmen gesehen werden. Betreuungsqualität und optimale Betriebskosten eines Immobilienbestands können erheblichen Einfluss auf dessen Bewertung haben. Hieraus lässt sich Wert und Beitrag dieser Teilbranche und damit auch die zukünftigen Geschäftschancen für dieses wichtige Segment der Werterhaltung/-steigerung abschätzen.

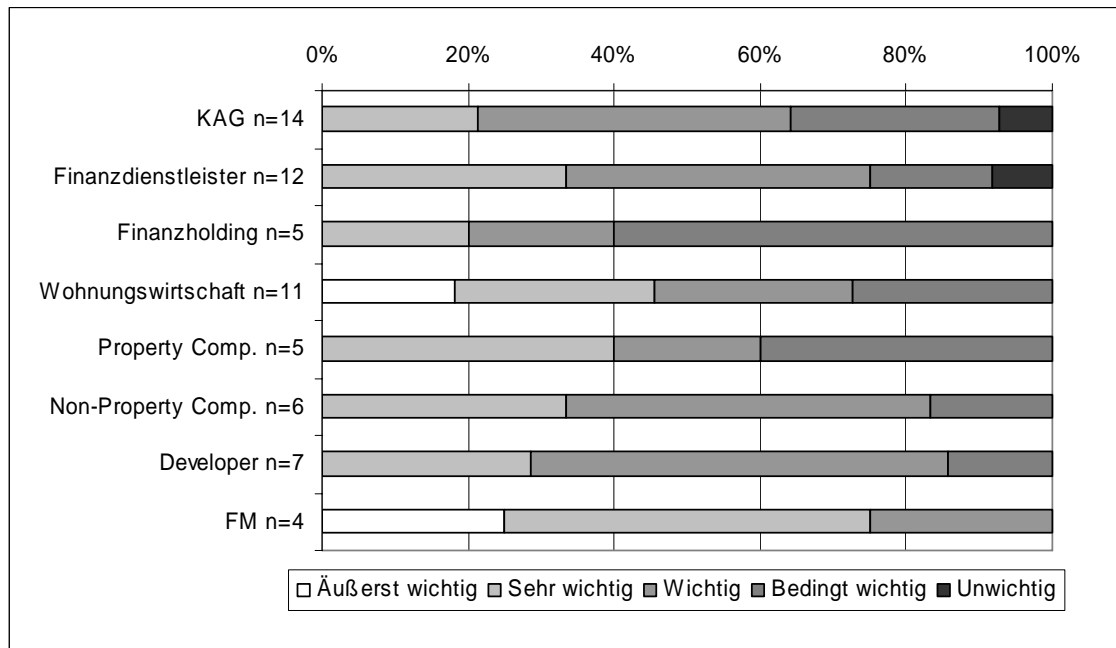


Abbildung 32: Rating von Immobilienobjekten

Das Thema Immobilienrating ist den meisten Gesellschaften zwar wichtig, es besteht jedoch einige Zurückhaltung, dieses Thema breiter zu kommunizieren. Je eines der befragten Unternehmen (KAG bzw. Finanzdienstleister) schätzen diese Information sogar als unwichtig ein (siehe Abbildung 32). Hier steht dem nachhaltigen eigenen Interesse an zeitnaher Bewertung nur geringe Bereitschaft gegenüber, über diesen sensiblen Bereich zu informieren. Allerdings sollten Einzelfälle nicht überinterpretiert werden, da auch sehr persönliche Gründe denkbar sind, wie z.B. ein Fondsmanager, der mit Sorge an die Einschaltung weiterer externer Ratingagenturen denkt und weitere korrigierende Einflüsse auf seine Entscheidungen sowie Kontrollen und Rechtfertigungen vermeiden möchte. Dies wären allerdings Beweggründe, die dem Kodex strikt zuwiderlaufen.

Für die Wohnungswirtschaft, deren Unternehmen die Informationen über das Rating von Immobilienobjekten zu 70% als „äußerst wichtig“ bis „wichtig“ einschätzen, ist die Entwicklung hin zu einem objektbezogenen Rating offensichtlich. Die Praxis zeigt aber, dass dies bisher nur wenige Wohnungsunternehmen umgesetzt haben.



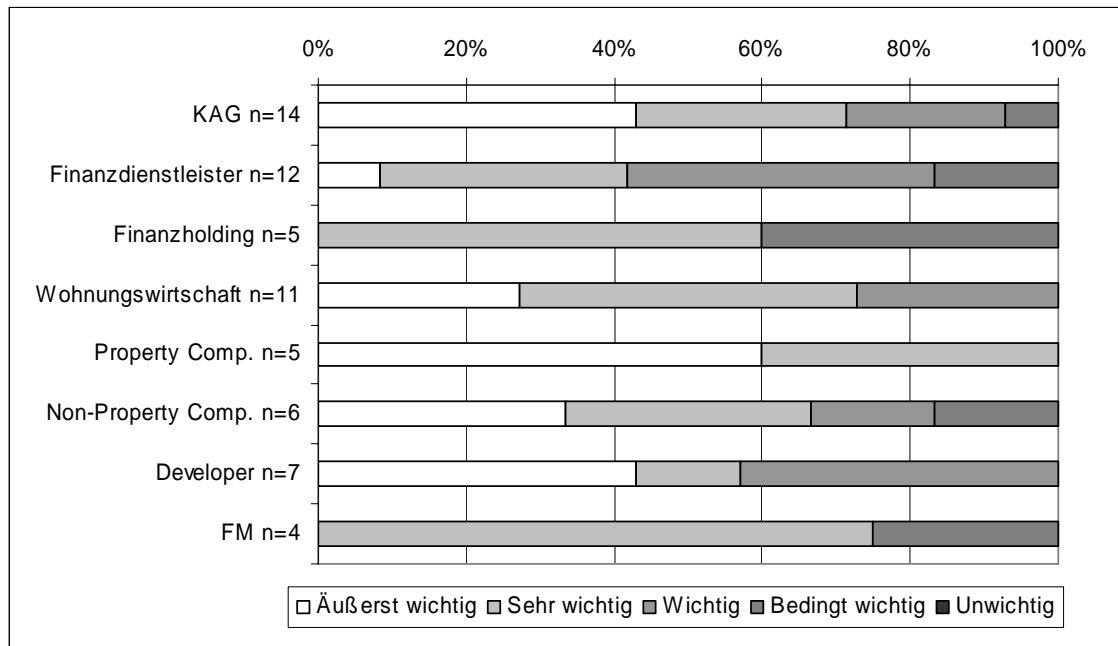


Abbildung 33: Detaillierte Angaben zu den Bewertungsmethoden

Wie bei der zeitnahen Bewertung von Immobilienvermögen halten es über 80% der befragten Unternehmen für „äußerst wichtig“ bis „wichtig“, über die Bewertungsmethoden zu informieren (siehe Abbildung 33). Ausnahmen sind hier lediglich die Finanzholdings, von denen 2 (von insgesamt 5) Unternehmen die Bewertungsfrage als nur bedingt wichtig für die Kommunikation halten. Ähnlich antworten einzelne Unternehmen aus FM, Non-Property Companies, Finanzdienstleistern und KAG, so dass sich ca. 10% aller befragten Firmen in diesem, für die Transparenz der Bewertung sehr wichtigen Punkt bedeckt halten wollen.

Andererseits haben damit ca. 90% der befragten Firmen die Zeichen der Zeit erkannt und die in der Vergangenheit kritisierte zurückhaltende Informationspolitik über die Bewertungsmethoden der Immobilienunternehmen als wichtiges Thema akzeptiert. Die Frage nach Informationen über detaillierte Angaben zu Bestandsobjekten wurde wiederum von einer breiten Mehrheit (ca. 90%) als „äußerst wichtig“ oder doch zumindest „wichtig“ eingeschätzt (siehe Abbildung 34). Hier klaffen Anspruch und Wirklichkeit offensichtlich erheblich auseinander. So veröffentlichen z.B. Property Companies, von denen 60% dies für sehr wichtig halten, Angaben zu ihren Bestandsobjekten nur in sehr aggregierter Form (meist auf Portfolioebene nach Objekt-, Nutzungs- oder regionalen Merkmalen). Selbst der NAV des gesamten Immobilienvermögens ist hier noch eine selten mitgeteilte Kennzahl.

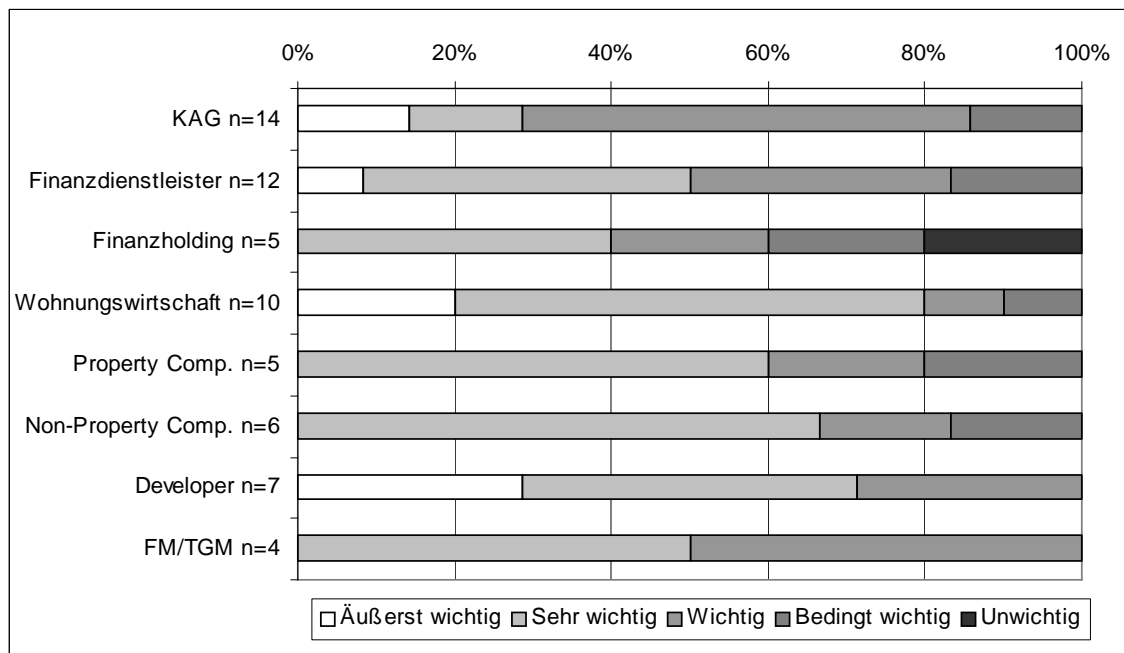


Abbildung 34: Detaillierte Angaben zu Bestandsobjekten

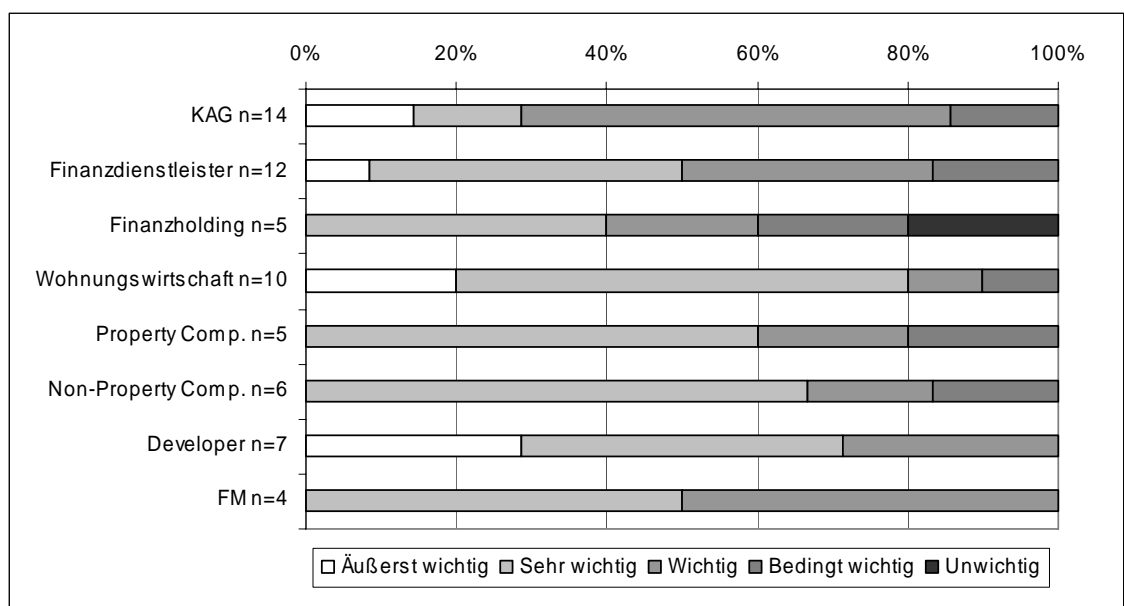


Abbildung 35: Detaillierte Angaben zum Immobilienportfolio

Noch intransparenter liegen die Verhältnisse bei Non-Property Companies. Hier werden meist gar keine Zahlen veröffentlicht, sondern in der Bilanz der Muttergesellschaft nur der aggregierte Wert der Immobilien im Anlagevermögen aufgeführt.

Acht Unternehmen halten detaillierte Angaben zum Immobilienportfolio für nur bedingt wichtig, während über 90% der befragten Unternehmen dieses Informationsbedürfnis anerkennen (siehe Abbildung 35). Vorreiter sind hierbei die Developer (28%), Bestandhalter Wohnungswirtschaft (26%) und Property Companies (20%) sowie die KAGen (28%) und Finanzdienstleister (8%). Also Unternehmen, die sich direkt mit der

Immobilie als Investitionsobjekt befassen. Dies unterstreicht den häufig geäußerten Ruf eines Großteils der Immobilienwirtschaft nach Transparenz und Detailtiefe in Bezug auf die gehaltenen Immobilienbestände und Flächen.

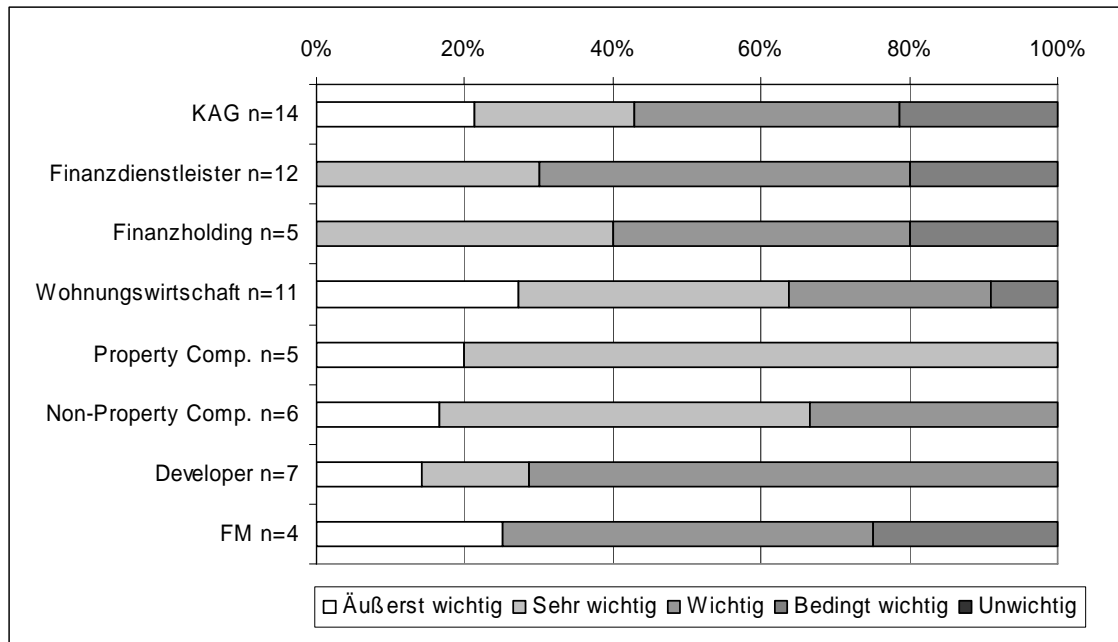


Abbildung 36: Detaillierte Angaben zum NAV

Detaillierte Angaben zum NAV und seiner Berechnung halten ebenfalls acht Unternehmen für nur bedingt wichtig (siehe Abbildung 36). Die Bereitschaft zur Kommunikation ist bei dieser Frage merklich schlechter als bei der Frage nach der zeitnahen Bewertung von Immobilienvermögen, jedoch deutlich besser als bei der Frage nach dem Rating von Immobilienobjekten. Ob in der Praxis tatsächlich Bereitschaft besteht, über diese, miteinander zusammenhängenden Themen offen zu kommunizieren, erscheint jedoch fraglich. Der bei den meisten Gesellschaften vorherrschende Discount auf den NAV und die offene Kommunikation über den aktuellen NAV des Unternehmens, könnte nach Ansicht der jeweiligen Vorstände besonders von angelsächsischen Investoren als Übernahme signal interpretiert werden. Nur wenige Gesellschaften, wie z.B. die IVG, gehen offensiv mit dem NAV um und veröffentlichen diesen regelmäßig.

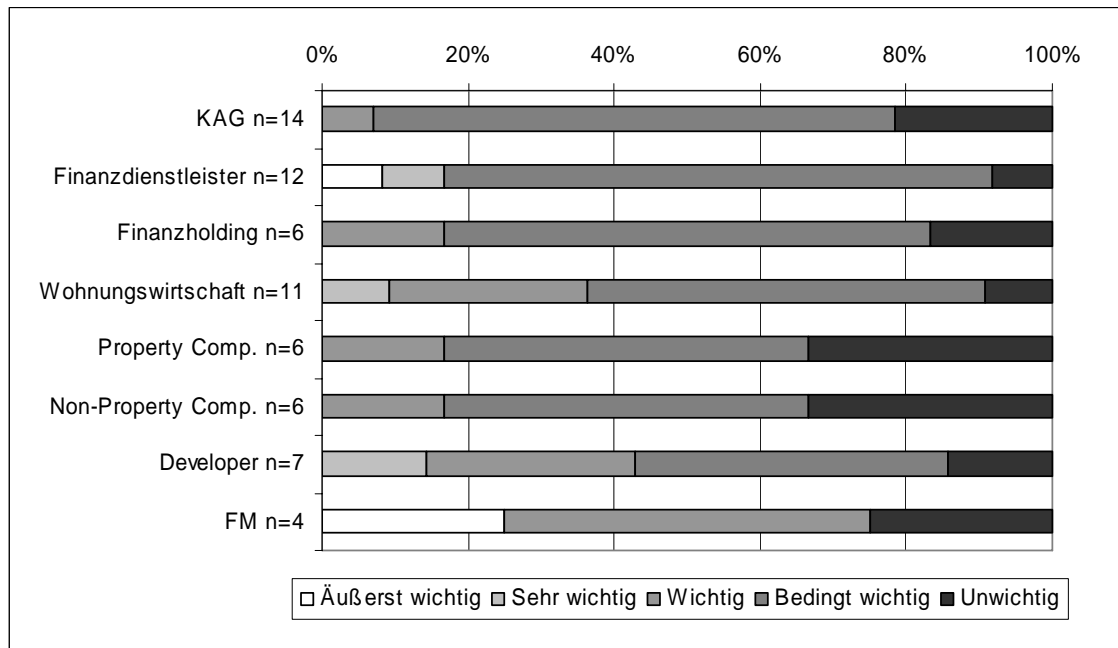


Abbildung 37: Detaillierte Angaben zur Vergütung des Vorstands

Die Veröffentlichung von Vorstandsvergütungen spielt bei den befragten Unternehmen nur eine untergeordnete Rolle (siehe Abbildung 37). Die überwiegende Mehrheit hält solche Informationen für „unwichtig“ oder nur „bedingt wichtig“. Mit Verweis auf die im Falle einer Veröffentlichung losrollende Neiddebatte suchen die den Fragebögen in der Regel ausfüllenden Vorstände diesem Thema eher auszuweichen.

Wie der kürzlich eingebrachte Gesetzesentwurf zur Veröffentlichung von Managergehältern zeigt, interessiert dabei weniger die absolute Höhe als vielmehr das Verhältnis von fixen und variablen Vergütungsbestandteilen, sowie evtl. gemachte Pensionszusagen, Aufwandsentschädigungen bzw. sonstige Zuwendungen. Nur durch eine umfassende Veröffentlichung all dieser Komponenten (Anreizstruktur) kann letztendlich das Tun und Handeln eines Managers von Dritten nachvollzogen und kontrolliert werden.

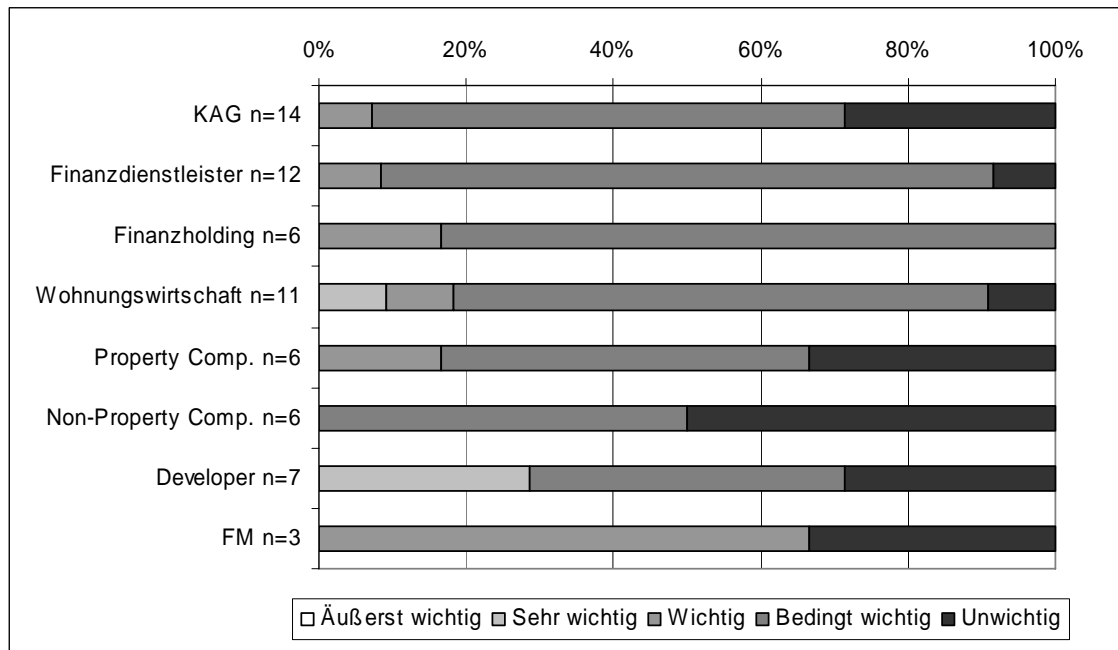


Abbildung 38: Detaillierte Angaben zur Vergütung der Aufsichtsrats- und Beiratsmitglieder

Die Veröffentlichung der Vergütung von Aufsichtsrats- und Beiratsmitgliedern wird von den befragten Firmen als noch unwichtiger eingeschätzt als bei den Vorständen (siehe Abbildung 38). Hier scheint noch das alte Bild vorzuherrschen, nach dem Aufsichtsräte und Beiräte eine ehrenamtliche Funktion erfüllen und daher nur bedingt eine Performance-abhängige Entlohnung, sondern eher eine aufwandsorientierte Entschädigung erhalten sollen. Das herausragende Desinteresse bei Non-Property Companies (50%) mag damit zusammenhängen, dass die Aufsichtsräte dieser Unternehmen in der Regel im Vorstand der Mutter sitzen und somit insbesondere bei börsennotierten Mutterkonzernen Angaben zu ihrer Aufsichtsratsvergütung machen müssen.

Zusammenfassend lässt sich hier sagen, dass die angestrebte Transparenz im Bereich der Vergütungen von Vorständen und Aufsichtsräten nur gegen einigen Widerstand herzustellen sein wird, wie es ja auch die Debatte bei den DAX-Firmen gezeigt hat. Nur mit einer gesetzlichen Regelung könnte die vom Kodex geforderte Transparenz hergestellt werden.

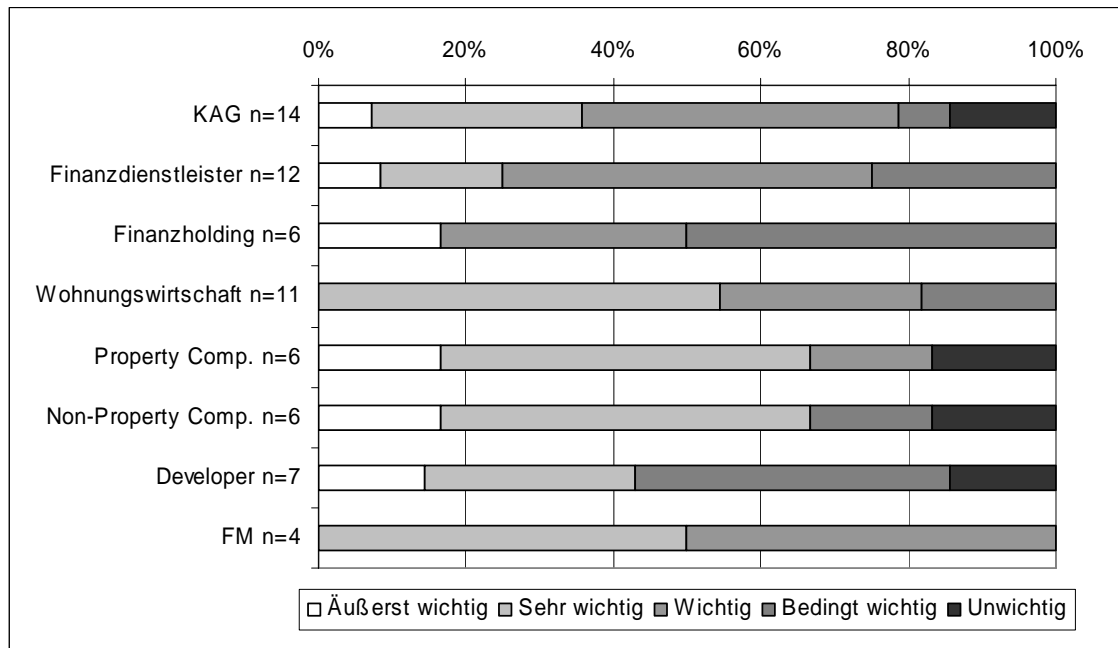


Abbildung 39: Detaillierte Angaben zur Qualifikation des Vorstands

Angaben zur Qualifikation des Vorstandes halten knapp 80% der Befragten für wichtig (siehe Abbildung 39). Eine nicht unbeträchtliche Minderheit von KAGs (13%), Property und Non Property Companies (17%) sowie Developern (12%) sieht jedoch Angaben zu diesem Punkt als unwichtig an. Hier wirkt das überkommene Bild der branchenunabhängig wirksamen Führungskraft, deren persönlicher fachlicher Sachverstand nur wenig gefordert ist.

Für noch weniger wichtig wird die Kommunikation über die Qualifikation der Aufsichts- und Beiräte eingeschätzt (siehe Abbildung 40). Dies legt die Annahme nahe, dass Aufsichts- und Beiräte zwar gewünscht sind und dem Vorstand beratend zur Seite stehen sollen. Die Bedeutung ihrer fachlichen Beratung wird aber wohl geringer eingeschätzt als ihre Fähigkeit, Kontakte herzustellen und Bewertungen ohne spezifische Fachkenntnisse abzugeben.

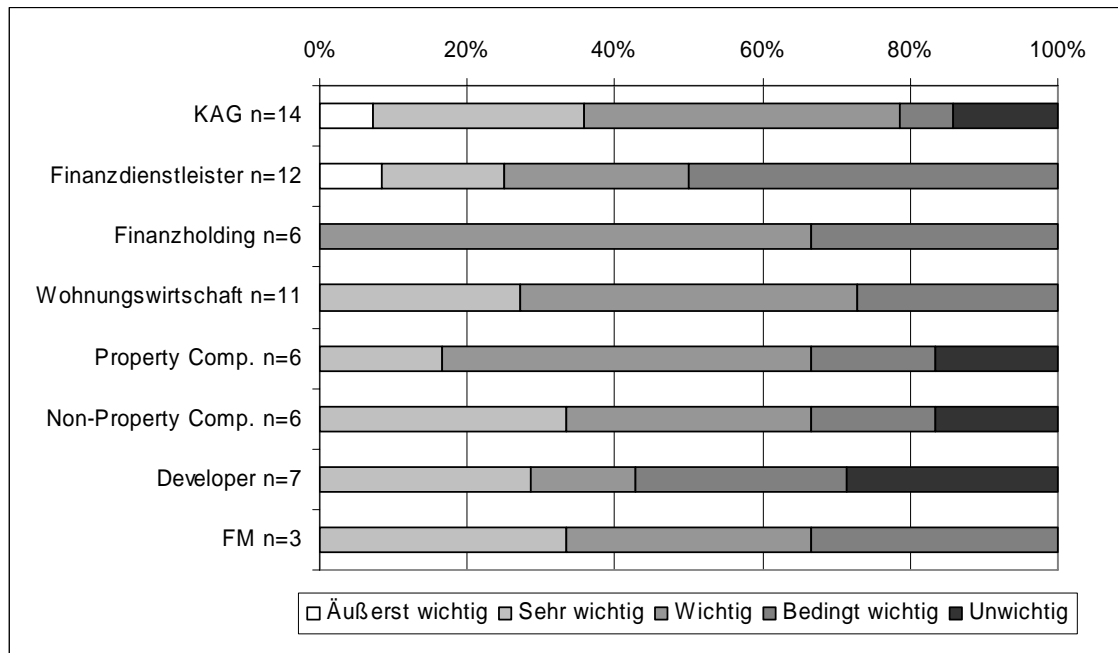


Abbildung 40: Detaillierte Angaben zur Qualifikation der Aufsichts- und Beiratsmitglieder

### 5.2.1.3 Zusammenfassung

Die Auswertung der Antworten der Teilbranchen macht deutlich, dass mittlerweile zwar in weiten Teilen Einsicht in die Beweggründe der CG-Diskussion und deren Codices erzeugt wurde. Das Interesse gilt aber bevorzugt jenen Aspekten, aus denen das eigene Unternehmen Nutzen ziehen kann wie z.B. aus einer besseren Bewertung des eigenen Unternehmens oder der größeren Transparenz anderer Unternehmen. Die Einsicht in die übergeordnete Zielsetzung des Immobilien-Kodex wird also stark von unternehmensspezifischen Interessen moduliert. Gesetzliche Veränderungen der Rahmenbedingungen werden einerseits den Druck auf die Umsetzung steigern, aber auch die Klärung aktueller Aufgabenstellungen (z.B. intensivierete Kontrollaufgabe/-verpflichtung des Aufsichts/Beirats) leisten müssen.

### 5.2.2 Analyse von zusammenhängenden Frage-/Antwort-Clustern

Wie bereits im Kapitel Methodik beschrieben, wurden Fragen in vier Dimensionen zusammengefasst: CG-Commitment, Unternehmensführung, Anteilseignerinteressen und Transparenz (siehe Abbildung 41). Die Ausprägungen dieser vier Dimensionen werden im Folgenden für alle Unternehmen, für börsennotierte und nicht-börsennotierte AGs, GmbHs, Dienstleister, Projektentwickler, Bestandshalter und KAGs dargestellt.

**GESAMTBILD DER EINSCHÄTZUNGEN (nur Gutanteile)  
ALLE BEFRAGTEN UNTERNEHMEN**

Dimensionen	CG Commitment 47	Unternehmensführung 62	Anteilseigner Interessen 38	Transparenz 34
Themenfelder	CG-Kennntnis 69	Unternehmenssteuerung 66	Aktionärsrechte 75	Risiko-management 29
	CG-Einschätzung 23	Praxis der Kontrolle 56	Incentivierung Untern.Leitung 42	Bewertung & Information 54
	CG-Umsetzung 44	Zusammenarbeit Organe 72	AR-Effizienz 53	Kommunikation allgemein 39
	Umgang Interessens-Konflikte 43		AR-Auswahl 16	Kommunikation pers.bezogen 21

Mittelwerte der Anteile an positiven Aussagen (z.B. „sehr wichtig, volle Offenheit, ja, in Ordnung“) in der jeweiligen Dimension oder im jeweiligen Themenfeld:

links **Gesamtwertung**                      rechts **Wert Teilbranche**

Abbildung 41: Gesamtbild der Einschätzungen (nur Gutanteile) für alle befragten Unternehmen

### 5.2.2.1 Corporate Governance-Dimensionsausprägung für alle Unternehmen

#### 5.2.2.1.1 Corporate Governance-Commitment

Hat ein Unternehmen einen Kodex verabschiedet, so gilt dieser für die meisten seiner Mitarbeiter (75%). Verstöße gegen diesen Kodex werden aber bei den meisten Unternehmen (73%) nicht sanktioniert, so dass der Kodex lediglich eine moralische Richtlinie für die Mitarbeiter darstellt.

Mögliche Interessenkonflikte werden von der Mehrheit der Unternehmen bewusst in Kauf genommen. So sehen 40% kein Problem darin, dass ein Wirtschaftsprüfungunternehmen ein Unternehmen gleichzeitig prüft und berät. Nur 34% der Unternehmen halten es für sinnvoll, dass der Aufsichtsrat des Unternehmens eine gleichzeitig beratende und prüfende Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers genehmigen muss. Auch finden 71% der Befragten, dass ein Unternehmen seine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft nicht regelmäßig wechseln sollte, ja 41% der Unternehmen halten nicht einmal einen periodischen Wechsel der prüfenden Mitarbeiter der Prüfungsgesellschaft für erforderlich. Das bedeutet, dass im Prüfungsverlauf auftretende Unregelmäßigkeiten womöglich aufgrund der langjährigen Zusammenarbeit zwischen Prüfer und



Unternehmen nicht kritisch genug hinterfragt bzw. bewusst von Seiten des Prüfers akzeptiert werden, um die zukünftige Zusammenarbeit nicht zu beeinträchtigen.

Immerhin wird der Prüfungsausschuss, soweit er vorhanden ist, in der Mehrheit der Fälle (54%) wie im Kodex gefordert, von externen Aufsichtsratsmitgliedern geleitet. Die Arbeit des Prüfungsausschusses wird damit objektiver, was bei einer (vom Kodex ausgeschlossenen) Leitung durch den Aufsichtsratsvorsitzenden oder ein ehemaliges Vorstandsmitglieds desselben Unternehmens kaum möglich wäre.

Raum für Interessenkonflikte lässt auch die lasche Informationsversorgung des Aufsichtsrates über privat getätigte Immobiliengeschäfte des Vorstands sowie über Immobiliengeschäfte des Vorstands mit dem eigenen Unternehmen. So wird in 61% der Fälle dem Aufsichtsrat nicht angezeigt, wenn ein Vorstandsmitglied privat Immobilien erwirbt und 33% der Aufsichtsräte werden nicht über den privaten Erwerb von Grundbesitz oder Immobilien des Unternehmens durch den Vorstand informiert. Dies deutet darauf hin, dass für diese Fälle wohl auch keine Meldepflichten für den Vorstand bestehen. Die so eröffneten Spielräume laden, wie die Vergangenheit bei der Bankgesellschaft Berlin gezeigt hat, zu umfangreichen Eigengeschäften von Vorständen mit der eigenen Unternehmung ein. Dass solchen Geschäften nicht der Verkehrswert der Immobilien und Grundstücke zugrunde liegt, sondern zum Nachteil der besitzhaltenden Unternehmung sowie der Anteilseigner gehandelt wird, ist dabei wohl nicht immer auszuschließen.

#### 5.2.2.1.2 Unternehmensführung

Der Großteil der eingerichteten Aufsichtsräte/Beiräte ist über die aktuelle Risikosituation des Unternehmens informiert (83%) und wird bei Veränderungen informiert (80%).

Wie bereits gezeigt, spielt die zeitnahe Bewertung von Immobilien für die Mehrheit der Unternehmen (76%) eine große Rolle, ein objektspezifisches Immobilienrating halten dabei aber nur 35% für sehr wichtig. Ebenso muss in 57% der Fälle, der Aufsichtsrat einer grundlegenden Änderung des Bewertungsverfahrens nicht zustimmen.

Bei 53% der Unternehmen muss der Aufsichtsrat ein prüfungsnahes Beratungsmandat durch den das Unternehmen prüfenden Wirtschaftsprüfers nicht genehmigen. Bei immerhin einem Drittel der Unternehmen gibt es keine Verhaltensregeln wie durch Informations- oder Meldepflichten des Vorstands an den Aufsichtsrat Interessenkonflikte vermieden werden. Auch hier zeigt sich wieder das deutliche

Auseinanderfallen von Anspruch und Wirklichkeit. Die im Allgemeinen eingeforderte Transparenz wird im eigenen Unternehmen nur beschränkt gelebt, Kontrollinstanzen wie der Aufsichtsrat, werden häufig nicht in den Entscheidungsprozess einbezogen.

#### 5.2.2.1.3 Anteilseignerinteressen

Trotz der zunehmenden Arbeitsbelastung der Aufsichtsräte und der Aussage, dass für die meisten Unternehmen das zeitliche Engagement ihrer Aufsichtsräte sehr wichtig (36%) bzw. wichtig (58%) ist, begrenzen 81% der Unternehmen die Zahl der durch ihre Aufsichtsräte ausgeübten Aufsichtsratsmandate nicht.

Immobilienwirtschaftliche Berufserfahrung der Aufsichtsratsmitglieder ist den Unternehmen wichtiger (88%) als die in anderen Branchen gesammelten Erfahrungen (62%). Ebenso schätzen sie persönliche Kontakte Ihrer Aufsichtsräte in die Immobilienwirtschaft als wichtiger ein (86%) als in andere Branchen (71%). Hier zeigt sich das klassische Aufgabenfeld des Aufsichtsrates als Türöffner und Dealmaker. Die Mitgliedschaft in immobilienwirtschaftlichen Vereinigungen wird als relativ unwichtig (16%) angesehen.

Neben der Berufserfahrung wird auch ein fundiertes immobilienwirtschaftliches Wissen (82%) geschätzt. Dabei kann das Wissen durch ein akademisches Hochschulstudium (41%) oder auch durch Fort- und Weiterbildungsmaßnahmen (21%) erworben worden sein.

#### 5.2.2.1.4 Transparenz

Das Hauptanliegen des CG-Kodex, Transparenz zu schaffen, wird von den befragten Unternehmen derzeit nur schlecht erfüllt. Weniger als ein Drittel (28%) der befragten Firmen informiert die interessierte Öffentlichkeit vollständig über ihr Risikomanagementsystem oder legt Vertrags-/Projektrisiken (20%) bzw. Finanzrisiken offen (17%). Gleichzeitig werden jedoch detaillierte Informationen zur angewendeten Bewertungsmethode für sehr wichtig (65%) bzw. wichtig (23%) erachtet.

#### 5.2.2.1.5 Zusammenfassung

Bei den befragten Unternehmen herrscht eine große Kluft zwischen Wunsch und Wirklichkeit. Die von anderen Unternehmen geforderten Informationen werden für das eigene Unternehmen nicht publiziert. Die vorhandenen Richtlinien sind nur

unzureichend verankert und die vorgesehenen Kontrollinstanzen werden häufig nicht angemessen gefordert bzw. nicht in Entscheidungsprozesse involviert.

Da diese, doch sehr ernüchternde Bestandsaufnahme als Referenz für alle folgenden Teilauswertungen dient, sind deren positive Abweichungen mit einiger Vorsicht zu betrachten. Der **Durchschnitt** aller Unternehmen ist vom vorgegebenen Ziel des Kodex noch weit entfernt. Negativabweichungen deuten jedoch auf massive Defizite hin!

### 5.2.2.2 Corporate Governance-Dimensionsausprägung für börsennotierte Aktiengesellschaften

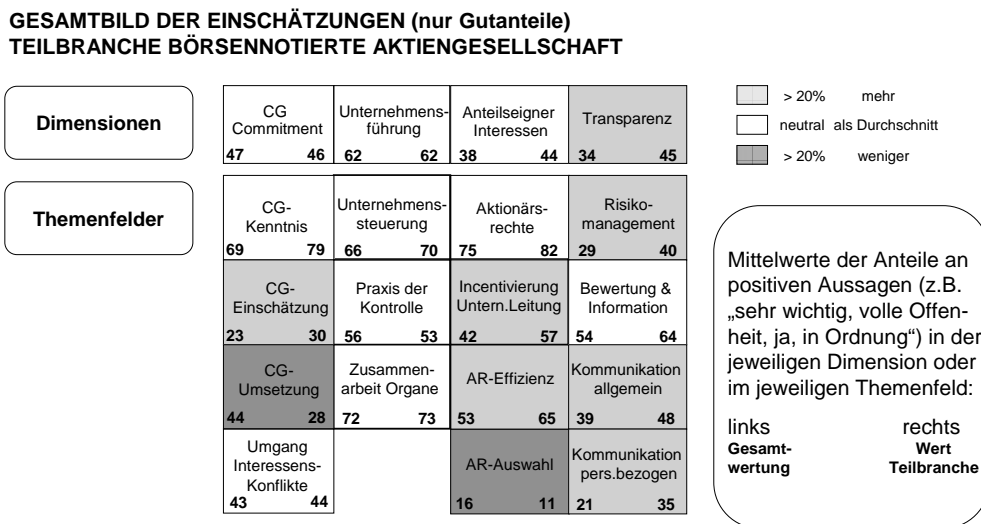


Abbildung 42: Gesamtbild der Einschätzungen aller börsennotierten Aktiengesellschaften

#### 5.2.2.2.1 Corporate Governance-Commitment

Die positive Abweichung der CG-Einschätzung belegt die Annahme, dass Corporate Governance von den befragten Börsenunternehmen als wichtige Forderung des Kapitalmarktes verstanden worden ist (siehe Abbildung 42).

Das bereits beschriebene Auseinanderfallen von Kodex-Implementierung und Sanktionierung verstärkt sich aber bei den börsennotierten Gesellschaften. Der Kodex ist hier nur für die Mitarbeiter von 40% der Unternehmen verbindlich und Übertretungen werden nur in 20% der Fälle sanktioniert. Dies führt zu einer negativen

Abweichung im Themenfeld CG-Umsetzung. Geht man davon aus, dass ein Großteil der börsennotierten Gesellschaften Mitglieder der Initiative sind, so spiegelt sich hier auch die mangelnde Sanktionierung auf der Ebene der Initiative wieder. Dort kann man sich bisher nur zu einer Mahnung durchringen, ggf. zur Ablehnung eines Aufnahmeantrags. Weitergehende Sanktionen wie z.B. ein Ausschluss des betreffenden Unternehmens aus der Initiative oder eine öffentliche Bekanntmachung des Verstosses wird bisher nur in Erwägung gezogen. Diese strikteren Maßnahmen setzen eine Institutionalisierung der Sanktionierung von Regelverstößen z.B. durch ein internes Schiedsgericht voraus. Dies würde den Druck auf die Einhaltung des Kodex unter den Mitgliedern der Initiative, aber auch in der gesamten Immobilienwirtschaft spürbar erhöhen.<sup>790</sup>

Erstaunlich ist auch hier wieder, wie unbefangen die meisten Unternehmen das Erbringen von Prüfungs- und Beratungsleistungen durch ein und dieselbe Wirtschaftsprüfungsgesellschaft befürworten (60%). Auch halten nur 29% eine Genehmigung von prüfungsnahen Beratungsleistungen durch den Aufsichtsrat für notwendig.

Obwohl der Punkt Interessenkonflikte in Bezug auf den Mittelwert aller Unternehmen neutral gewertet wird, deuten die Antworten der börsennotierten Gesellschaften auf eine besonders ausgeprägte Abneigung hin, das Wirtschaftsprüfungsunternehmen zu wechseln. Dieses Verhalten ist zwar aus praktischer Sicht verständlich, verwundert aber bei einer Gruppe von 19 Börsenunternehmen, die immerhin ein Dax-, fünf MDAX- und drei SDAX-Unternehmen sowie insgesamt 14 Unternehmen im DIMAX umfasst.

#### 5.2.2.2 Unternehmensführung

Trotz der neutralen Mittelwerteinschätzung zeichnet sich auch hier das weite Auseinanderklaffen von Anspruch und Wirklichkeit ab (siehe Abbildung 42). Der Aufsichtsrat wird über die Risikolage (84%) und Risikoänderungen (74%) etwa so wie bei allen Unternehmen informiert. Die Bewertungsproblematik (88%) spielt eine wichtige Rolle, doch wird der Aufsichtsrat häufig nicht eingebunden, wenn es um Änderungen der Bewertungsmethode (63%) oder die Genehmigung des Wirtschaftsprüfers (62%) geht.

---

<sup>790</sup> Vgl. Interview Weber.

#### 5.2.2.2.3 Anteilseignerinteressen

Cromme-Kodex und AktG beschränken die Zahl der Aufsichtsratsmandate pro Aufsichtsratsmitglied, dennoch haben 67% der Unternehmen die Zahl der Mandate ihrer Aufsichtsräte noch nicht limitiert. Das ausreichende zeitliche Engagement wird jedoch mit 93% als wichtiger eingeschätzt als bei den anderen Unternehmensformen. Erfahrung in der Immobilienbranche wird als etwas wichtiger eingeschätzt (94%) als die aus anderen Branchen, wobei fundiertes Immobilienwissen wichtiger ist (88%) als ein abgeschlossenes Hochschulstudium (44%).

Die positive Ausprägung des Themenfeldes Incentivierung der Unternehmensleitung ist auf die gemischte (variable und fixe) Vergütung zurückzuführen, für Vorstand (56%) und Aufsichtsrat (56%) wurden dabei angemessene Selbstbehalte bei der D&O-Versicherung vereinbart.

Die positive Aufsichtsrats-Effizienz ist auf gesetzliche Regelungen (KonTraG/AktG) zurückzuführen. Diese schreiben, wie bereits dargelegt, eine Mandatslimitierung sowie mindestens vier Aufsichtsratssitzungen pro Jahr vor.

Die negative Ausprägung der AR-Auswahl lässt sich mit der deutlich geringeren Wertung von persönlichen Kontakten innerhalb der Immobilienbranche, von langjähriger Immobilienerfahrung, von Mitgliedschaften in immobilienwirtschaftlichen Vereinigungen, von fundiertem Immobilienwissen sowie der immobilienwirtschaftlichen Zusatzausbildung begründen.

#### 5.2.2.2.4 Transparenz

Die positive Ausprägung des Themenfeldes Risikomanagement ist ebenfalls bedingt durch das KonTraG, da dieses Unternehmen dazu verpflichtet, Risikomanagementsysteme einzuführen und darüber im Lagebericht (Geschäftsbericht) Rechenschaft abzulegen. Das Themenfeld Kommunikation ist ebenfalls positiv, da fast alle Börsengesellschaften z.B. eine IR-Abteilung haben, die sich aktiv um den Kontakt zu den Investoren und um deren angemessene Information kümmert. Über die im Kodex geforderte Information über die Gehaltszusammensetzung des Vorstands wird bei den börsennotierten Aktiengesellschaften etwas häufiger als beim Durchschnitt aller Unternehmen berichtet. Aber auch hier wird dieses Thema von ca. 2/3 der teilnehmenden Gesellschaften ausgespart.

### 5.2.2.2.5 Zusammenfassung

Trotz der vergleichsweise guten Lage im Vergleich zum Durchschnitt aller teilnehmenden Unternehmen verhält sich doch noch ein großer Teil der börsennotierten Aktiengesellschaften vorsichtig abwartend. Änderungen, auch wenn gesetzliche Regelungen sie nahe legen, werden teilweise nur verzögert und ohne besonderen Nachdruck umgesetzt. Dies gilt besonders dort, wo mit einer Umsetzung von (wahrscheinlich sogar als besser erkannten) Regelungen zusätzlicher Aufwand, unerwünschte Transparenz oder formale Vorgehensweisen und Informationsflüsse verbunden wären. Die bei den befragten Unternehmen erstaunt, wie gering die immobilienpezifische Erfahrung bzw. Ausbildung der Aufsichtsräte eingeschätzt wird. Die zunehmende Professionalisierung des Marktes und die attraktiver werdenden Ausbildungsangebote werden auch in diesem Feld zu fortlaufender Besserung beitragen.

### 5.2.2.3 Corporate Governance-Dimensionsausprägung für nicht-börsennotierte Aktiengesellschaften

#### GESAMTBILD DER EINSCHÄTZUNGEN (nur Gutanteile)

#### TEILBRANCHE NICHT-BÖRSENNOTIERTE AKTIENGESELLSCHAFT

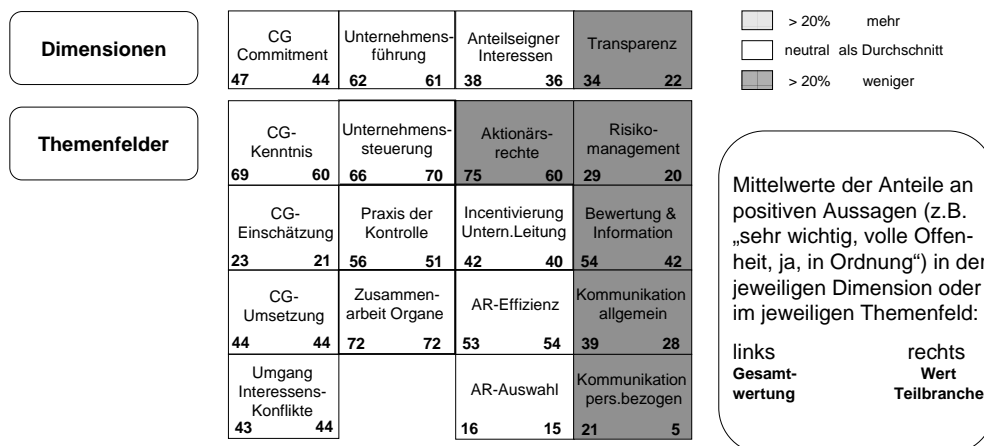


Abbildung 43: Gesamtbild der Einschätzungen aller nicht-börsennotierten Aktiengesellschaften

#### 5.2.2.3.1 Corporate Governance-Commitment

Die Dimension CG-Commitment bei nicht-börsennotierten Aktiengesellschaften ist in allen Punkten neutral ausgeprägt (siehe Abbildung 43). Hier wird der geringere Druck gesetzlicher Regelungen deutlich, aber auch ein reduziertes Interesse an der Gewinnung zusätzlicher Kapitalgeber. Die fehlende Börsennotierung mildert den Konkurrenzdruck und lässt Maßnahmen zur besseren Transparenz und Steigerung der eigenen Attraktivität entbehrlich erscheinen. Dies deutet darauf hin, dass CG zum Zeitpunkt der Befragung in diesen Unternehmen noch nicht als Differenzierungsfaktor begriffen wurde.

#### 5.2.2.3.2 Unternehmensführung

Auch in der Dimension Unternehmensführung liegen alle Themenfelder im Durchschnitts-Range aller Unternehmen. Die Rolle des Aufsichtsrates als ein wichtiges Kontrollorgan wird dabei sogar als noch etwas weniger wichtig eingeschätzt als vom Durchschnitt aller Unternehmen. So meinen 75% der befragten Firmen, dass prüfungsnahe Beratungsleistungen und 67%, dass grundlegende Änderungen des Bewertungsverfahrens nicht durch den Aufsichtsrat genehmigt werden müssen.

#### 5.2.2.3.3 Anteilseignerinteressen

Die negative Ausprägung des Themenfeldes Aktionärsrechte in der Dimension Anteilseignerinteressen entsteht vor allem durch die ungleiche Aktionärsbehandlung beim Rückkauf eigener Aktien. So sagen 80% der Firmen, dass sie beim Rückkauf eigener Aktien alle Aktionäre gleich behandeln, aber nur 40% gewähren ihren Aktionären ein Bezugsrecht.

#### 5.2.2.3.4 Transparenz

Die Dimension Transparenz zeigt eine durchweg negative Ausprägung. Der geringere Druck der Öffentlichkeit, der mildere gesetzliche Umsetzungsdruck und der auch aus anderen Dimensionen deutlich werdende Wunsch, wenig Einblick in die Unternehmens-interna zu geben, schlägt sich in einer recht konservativen Informationspolitik nieder. Es wird von den nicht börsennotierten Aktiengesellschaften im Vergleich zu börsennotierten Gesellschaften sehr viel weniger offengelegt. Es kann wohl davon ausgegangen werden, dass die meist überschaubare Anteilseignerstruktur, im Gegensatz zur breiten Öffentlichkeit, sicherlich gut über bestehende Unternehmensrisiken informiert wird. Interessanterweise wurde von dieser Gruppe am lebhaftesten der

Wunsch nach Informationen aus anderen Unternehmen (z.B. über Bewertungsmethoden) geäußert (94% !). Dies zeigt, dass CG hier noch stark für die Gewinnung von Wettbewerbsvorteilen instrumentalisiert, aber noch kaum zur Optimierung der eigenen Geschäftsabläufe im Sinne aller Stakeholder eingesetzt wird.

#### 5.2.2.3.5 Zusammenfassung

Die recht heterogene Gruppenzusammensetzung der nicht börsennotierten Aktiengesellschaften bewegt sich weitgehend im Durchschnitt der Unternehmen. Der reduzierte Druck von öffentlichem Interesse und legalen Anforderungen schlägt sich bei der Gruppe der nicht-börsennotierten Aktiengesellschaften in einem merklich verschlechterten Kommunikationsverhalten nieder. Von den (noch keinesfalls ideal aufgestellten) börsennotierten Aktiengesellschaften über die nicht börsennotierten Aktiengesellschaften hin zu den GmbHs lässt sich zum Zeitpunkt der Befragung ein sinkendes Interesse an CG, der Umsetzung der CG-Regeln und eine zunehmende Abneigung feststellen, interne Gremien und Entscheidungsabläufe transparent zu machen.

#### 5.2.2.4 Corporate Governance-Dimensionsausprägung für alle GmbHs

Die Gruppe der GmbHs besteht aus 18 Unternehmen, die sich aus Projektentwicklern, Bestandhaltern, Finanzierern und Facilities Managern zusammensetzt. Die Gruppe der KAG, die ja bis auf die Fondsgesellschaft DIFA AG in der Rechtsform der GmbH agieren, wurden bewusst nicht unter dieser Gruppe subsummiert, da sie durch das InvG sowie brancheninterne Regelungen die Aussagekraft zu stark positiv verzerrt hätten.



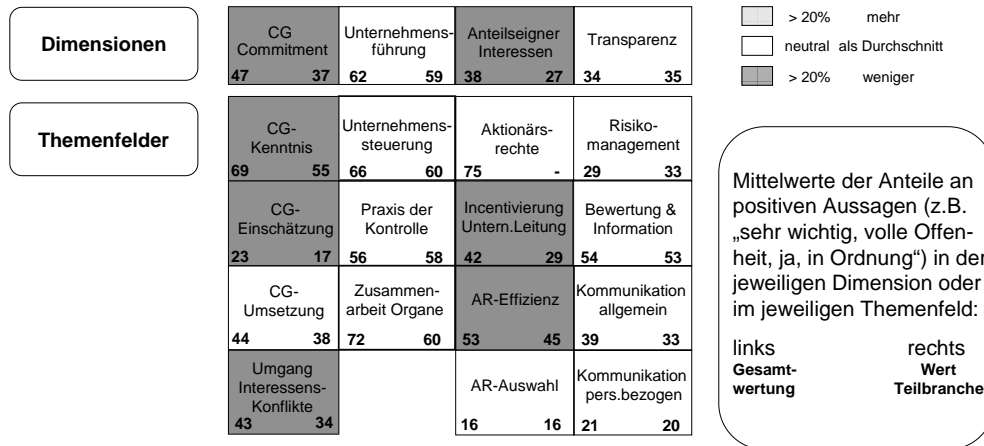
**GESAMTBILD DER EINSCHÄTZUNGEN (nur Gutanteile)  
TEILBRANCHE GMBH**


Abbildung 44: Gesamtbild der Einschätzungen aller GmbHs

#### 5.2.2.4.1 Corporate Governance-Commitment

Bis auf den Punkt CG-Umsetzung, der neutral ausgeprägt ist, sind alle übrigen Themenfelder der Dimension CG-Commitment bei den GmbHs negativ ausgeprägt (siehe Abbildung 44). Dies betrifft gleichermaßen CG-Kennntnis und das persönliche Interesse an CG. Die CG-Einschätzung ist negativ, weil nur 16% der Unternehmen glauben, dass gute Corporate Governance den Unternehmenswert erhöht. Diese Skepsis deutet darauf hin, dass das Thema Unternehmenswert für diese GmbHs aufgrund ihrer nur begrenzten Teilnahme am Kapitalmarkt bzw. ihres Tochter-Charakters nur mittelbar eine Rolle spielt. Bei Tochtergesellschaften bestimmt die Muttergesellschaft, welche Priorität dem Thema eingeräumt wird. Auch Unternehmen unter politischem Einfluss wie die Landesentwicklungsgesellschaften oder Wohnungsunternehmen sehen in CG nur bedingt einen Mehrwert. Soweit diese Unternehmen einen Kodex eingeführt haben, ist er für weniger Mitarbeiter verbindlich, wird allerdings stärker sanktioniert.

Obwohl immerhin 67% die gleichzeitige Prüfung und Beratung durch dieselbe WP-Gesellschaft ablehnen, wird mit Interessenkonflikten in dieser Gruppe eher problematisch verfahren. Die formal offenere Struktur der GmbH drängt weniger stark auf ein paralleles Kontrollgremium. Deshalb überrascht es nicht, dass kein Prüfungsausschuss mit einem externen Aufsichtsratsmitglied besetzt ist. Bei

Tochterunternehmen entsendet der Mutterkonzern gewöhnlich ein Aufsichtsratsmitglied in den Aufsichts/Beirat der GmbH, das dann auch den Vorsitz im Prüfungsausschuss innehat. Externes Know-how ist hier nur bedingt gewünscht und auch Immobilienaktivitäten des Vorstands müssen seltener gemeldet werden als bei der Gesamtheit der Unternehmen.

#### 5.2.2.4.2 Unternehmensführung

Trotz der neutralen Mittelwerteinschätzung wird der Aufsichts-/Beirat, soweit er vorhanden ist, seltener über Unternehmensrisiken (67%) informiert und weniger auf dem Laufenden gehalten (72%). Die zeitnahe Bewertung (69%) wird als weniger wichtig eingeschätzt, doch muss der Aufsichtsrat in 60% der Fälle einer Änderung der Bewertungsmethode zustimmen. In 83% der GmbHs liegen Verhaltensregeln vor, was wohl auch auf den lenkenden Einfluss der Obergesellschaften zurückzuführen ist (Selbstregulierung).

#### 5.2.2.4.3 Anteilseignerinteressen

Die negative Abweichung bei der Incentivierung der Unternehmensleitung geht auf den nicht ausreichenden Selbstbehalt (nur 17% bei Vorstand, nur 12% bei Aufsichtsratsmitgliedern) und die nur fixe Vergütung der Aufsichtsräte/Beiräte (100% fix) zurück.

Die negative AR-Effizienz ist gekennzeichnet durch die Nichtbeschränkung von Mandaten bei 91% und die geringere Zeitanforderung an die Aufsichtsratsmitglieder bei 90% der Befragten.

Der Fokus liegt hier stärker auf Berufserfahrung in der Immobilienbranche (91%) als auf der allgemeinen Berufserfahrung (45%). Dies legt die Annahme nahe, dass es sich um spezialisierte Immobilien-Einheiten bzw. Immobilien-Töchter handelt. Dennoch wird der Mitgliedschaft in immobilienwirtschaftlichen Vereinigungen nur eine geringe (9%) Beachtung geschenkt. Ein fundiertes Immobilienwissen ist hier deutlich wichtiger (64%), als ein Hochschulstudium (27%) oder immobilienwirtschaftliche Zusatzausbildungen (18%). Die Mitglieder des Aufsichtsrates scheinen in der Mehrheit branchenfremde „Quereinsteiger“ oder von der Mutter/den Anteilseignern entsandte Mandatsträger zu sein.

#### 5.2.2.4.4 Transparenz

Die Dimension Transparenz ist durchweg neutral. Aufgrund der geringeren Anforderungen wird hier, wie in der Branche üblich, wenig offen gelegt und über das Risikomanagement informiert. Die überschaubare Struktur der Anteilseignerstruktur wird sicherlich besser informiert. Interessant ist die stärkere Information über Finanzrisiken (27%). Von den 18 GmbHs stehen immerhin vier auch unter politischem Einfluss, was sich auf die Inhalte der Rechenschaftsberichte auswirken dürfte.

#### 5.2.2.4.5 Zusammenfassung

Die in dieser Gruppe vereinigten, sehr unterschiedlichen Unternehmen zeigen, dass in einer GmbH die formalen Anforderungen der CG instinktiv eher abgewehrt werden. Im tatsächlichen Geschäft wird jedoch eine Vielzahl der Kodex-Anforderungen gleich oder sogar besser umgesetzt als bei den Aktiengesellschaften. Die im Vergleich zu Aktiengesellschaften weniger ausgeprägten formalen Anforderungen und auch die Konsequenzen aus spezifischen Verhältnissen (z.B. Tochterunternehmen) führen zwar teilweise zu unterdurchschnittlichen Bewertungen, die Ausrichtung hin zur vielfach als sinnvoll erkannten, begründeten CG-Compliance ist jedoch unübersehbar.

#### 5.2.2.5 Corporate Governance-Dimensionsausprägung für alle Dienstleister

Die Gruppe der Dienstleister besteht aus 15 Unternehmen, wovon 11 Aktiengesellschaften (drei börsennotierte Gesellschaften) sind. Sieben Dienstleister kommen aus der Finanzbranche (Bausparkassen, Hypothekenbanken etc.), drei aus dem FM sowie fünf Unternehmen, die als Non-Property Company oder Developer tätig sind, sich selbst aber als Dienstleister sehen. Die Gruppe ist relativ heterogen, da sie große und kleine Unternehmen, zum Teil Töchter, aber auch Konzernmütter mit einschließt.

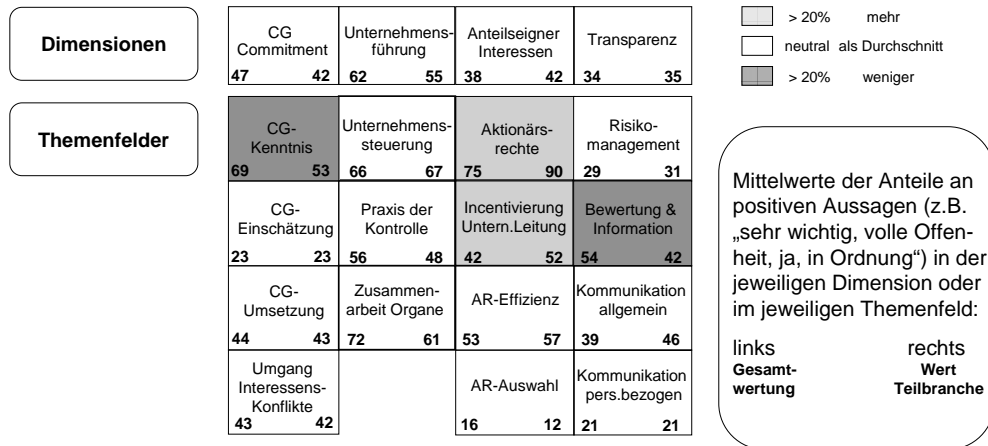
**GESAMTBILD DER EINSCHÄTZUNGEN (nur Gutanteile)  
TEILBRANCHE DIENSTLEISTER**


Abbildung 45: Gesamtbild der Einschätzungen aller Dienstleister

#### 5.2.2.5.1 Corporate Governance-Commitment

Bis auf die negative Ausprägung bei CG-Kennntnis sind alle Felder bei CG-Commitment neutral ausgeprägt (siehe Abbildung 45). Alle Dienstleister kennen den Begriff CG, aber nur 40% haben echtes persönliches Interesse an CG. Die Initiative (27%) und der Immobilienkodex (27%) sind bei ihnen nur unterdurchschnittlich bekannt.

Bei 71% in dieser Gruppe gilt der Kodex für alle Mitarbeiter als verbindlich, Sanktionen drohen aber nur in 15% der Unternehmen.

12 Unternehmen aus der Gruppe der Dienstleister haben einen Aufsichtsrat/Beirat. Der Prüfungsausschuss wird in der Mehrheit der Unternehmen (80%) von externen Aufsichtsräten geleitet. Dennoch erstaunt das relativ schlechte Informationsniveau des Aufsichtsrates, der bei 70% der Unternehmen nicht über private Immobiliengeschäfte des Vorstands und bei 44% nicht über Eigenerwerbe der Vorstände aus dem Unternehmensvermögen informiert wird.

#### 5.2.2.5.2 Unternehmensführung

Die Einschätzung der gesamten Dimension Unternehmensführung ist neutral. Die Frage der zeitnahen Bewertung ist den meisten Dienstleistern recht wichtig (71%) und das Objektivität mit 50% sogar überdurchschnittlich wichtig. Hier scheinen sich die finanzierenden Dienstleister durchzusetzen, für die ein Objektivität im Rahmen der Kreditvergabe im Rahmen von Basel II inzwischen unerlässlich ist.

#### 5.2.2.5.3 Anteilseignerinteressen

Die Themenfelder Aktionärsrechte und Incentivierung der Unternehmensleitung sind überdurchschnittlich ausgeprägt.

#### 5.2.2.5.4 Transparenz

In der Dimension Transparenz sind alle Themenfelder bis auf „Bewertung & Information“ neutral. Das schlechtere Informationsniveau in Bezug auf Portfolio und NAV-Informationen sowie die zurückhaltende Informationen zum Immobilienmarkt, zur Anlagestrategie und zur Unternehmensstrategie drücken hier auf die Bewertung.

#### 5.2.2.5.5 Zusammenfassung

Da etwa die Hälfte der Dienstleister aus der Finanzbranche kommt, zeigen sie besonderes Interesse an Bewertung und Objektivität. Auch das Risikomanagement ist entsprechend gut ausgebildet. Überraschend ist vor diesem Hintergrund der eher unbesorgte Umgang mit den Wirtschaftsprüfungsgesellschaften. Auch hier besteht offensichtlich der Widerspruch zwischen theoretischem Wissen und den Mühen der praktischen Umsetzung.

#### 5.2.2.6 Corporate Governance-Dimensionsausprägung für alle Developer

Die Gruppe der Developer setzt sich aus 12 Unternehmen zusammen, von denen sieben in der Rechtsform der Aktiengesellschaft (davon wiederum drei börsennotierte AGs) und fünf in der Rechtsform der GmbH firmieren. Die Einordnung der betroffenen Unternehmen in die Kategorie Developer wurde von den Unternehmen im Fragebogen selbst vorgenommen.

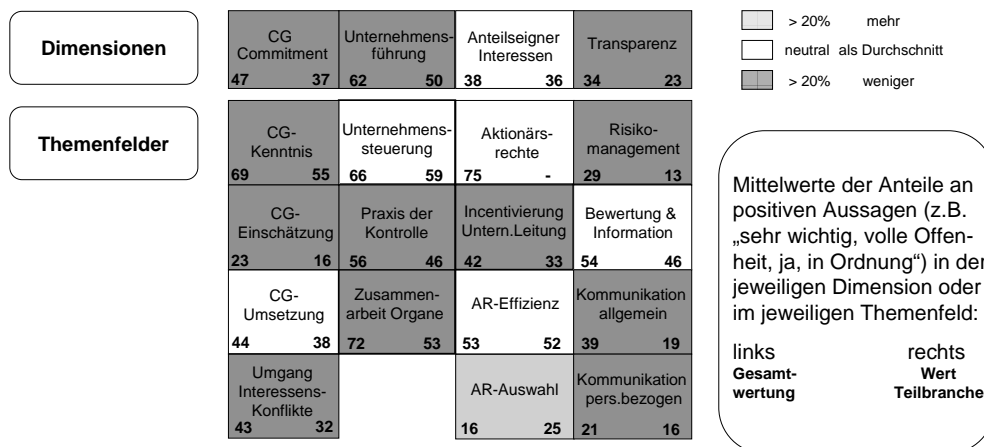
**GESAMTBILD DER EINSCHÄTZUNGEN (nur Gutanteile)  
TEILBRANCHE PROJEKTENTWICKLER**


Abbildung 46: Gesamtbild der Einschätzungen aller Developer

#### 5.2.2.6.1 Corporate Governance-Commitment

Bei den Projektentwicklern ist die Dimension CG-Commitment bis auf das Themenfeld CG-Umsetzung negativ ausgeprägt (siehe Abbildung 46). Allen Developern ist der Begriff CG zwar bekannt, das persönliche Interesse ist allerdings nur begrenzt (33%). Der Immobilien-Kodex (42%) und die Initiative (58%) sind in dieser Gruppe nur unterdurchschnittlich bekannt.

Die schwache Ausprägung der CG-Einschätzung ist vor allem auf die praktisch nicht vorhandene Verknüpfung von CG und Unternehmenswert zurückzuführen. Nur ganze 8% der Developer glauben, dass gute CG den Unternehmenswert langfristig erhöht. Sie sehen CG überwiegend als Arbeitsbelastung an, die sie nur bedingt weiterbringt. Obwohl aufgrund von Basel II gerade Bemühungen bei der Verbesserung der individuellen CG mit besseren Finanzierungsbedingungen belohnt würden, scheinen die meisten Developer den Zusammenhang noch nicht zu sehen oder anzuzweifeln.

Die negative Ausprägung des Themas Interessenkonflikte ist bedingt durch die sehr ausgeprägte Bereitschaft, das Mandat des Wirtschaftsprüfers auf die Beratung auszudehnen (92%). Hierzu passt die Abneigung, die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (67%) oder das Prüfungsteam (50%) periodisch zu wechseln.

Neun Unternehmen haben einen Aufsichtsrat/Beirat, wobei der Prüfungsausschuss in der Regel intern kontrolliert wird, potentielle Interessenskonflikte dem Aufsichtsrat nicht angezeigt werden und Beratungsmandate von Aufsichtsratsmitgliedern mit dem eigenen Unternehmen nur in der Hälfte der Unternehmen vom Aufsichtsrat genehmigt werden müssen.

#### 5.2.2.6.2 Unternehmensführung

Die gesamte Dimension weist auf eine erhebliche Distanz zu den Vorgaben des Kodex hin. Eine zentrale Schwäche ist hier wohl die reduzierte Einsicht in Notwendigkeit und Aufgabe eines Aufsichts/Beirats. Weniger als die Hälfte der hier versammelten GmbHs haben einen Beirat. Und wo vorhanden, ist die Definition der Rolle des AR/Beirats, seine Information über wichtige Aspekte des Geschäfts und auch seine Einbeziehung in kritische Vorgänge (z.B. An-/Verkäufe, Eigengeschäfte) deutlich unterdurchschnittlich. Entsprechend schmal sind auch die Beiträge dieser Gruppe zu den die Unternehmensführung betreffenden Fragen. Interessant ist auch, dass nur 5 der 12 Unternehmen einen Vorsitzenden der Geschäftsführung benannt haben. Allerdings handelt es hier in der Regel um kleine, überschaubare Unternehmen mit beschränkter Notwendigkeit hierarchisch tiefer Gliederung.

#### 5.2.2.6.3 Anteilseignerinteressen

Das Themenfeld Aktionärsrechte ist wegen zu geringer Beteiligung nicht auswertbar. Die Incentivierung der Unternehmensleitung (D&O Selbstbehalt) ist unterdurchschnittlich. Dagegen ist die AR-Effizienz neutral und die AR-Auswahl sogar positiv ausgeprägt. Bei 78% der Developer ist die Zahl der Mandate pro Aufsichtsratsmitglied zwar nicht begrenzt, ein ausreichendes zeitliches Engagement wird allerdings auch hier von 87% der Unternehmen gefordert. Die immobilienwirtschaftliche Seite wird sowohl bei der Berufserfahrung (88%) als auch bei den persönlichen Kontakten (100%) betont, was die These unterstreicht, dass die Projektentwicklungsbranche sehr stark vom Informationsvorsprung und von einzelnen Personen getrieben ist. Fundiertes immobilienwirtschaftliches Rüstzeug wird dabei als sehr viel wichtiger erachtet (88%), als z.B. ein Studium (13%), eine Vereinsmitgliedschaft (13%) oder eine immobilienwirtschaftliche Weiterbildungsmaßnahme (13%).

#### 5.2.2.6.4 Transparenz

Nur das Themenfeld Bewertung & Information ist hier durchschnittlich ausgeprägt. Sonst sind alle Felder negativ (Risikomanagement, allgemeine und personen-bezogene Kommunikation). Auch wenn ein Risikomanagement vorhanden sein mag, so wird dies nur bei 10% der Developer kommuniziert. Finanz- oder Projektrisiken werden nicht veröffentlicht, so dass interessierte Dritte keinen Zugang zur Einschätzung der jeweiligen Risikoposition erhalten.

Diese Black Box scheint in den Augen der Developer notwendig zu sein, um den für den eigenen wirtschaftlichen Erfolg wesentlichen Informationsvorsprung zu sichern. Man möchte so viel wie möglich über seine Konkurrenten und deren Projekte wissen, aber nur so wenig wie möglich über sein eigenes Tun preisgeben. Auch hier dürfte von Basel II ein Umdenken erzwungen werden.

Die unterdurchschnittliche Ausprägung der allgemeinen Kommunikation ist unter anderem auf die geringe Zahl von Investor's Relations-Abteilungen (22%) in diesen Unternehmen und die nicht immer zeitnahe Veröffentlichung der Ergebnisse zurückzuführen.

Die personenbezogene Kommunikation fällt negativ aus, weil detaillierte Angaben zur Qualifikation des Vorstands (36%), Director's Dealings (17%) etc. nur verhalten kommuniziert werden. Ebenso stiefmütterlich wird die Frage der Gehaltszusammensetzung sowie der internen Anreizsysteme behandelt.

#### 5.2.2.6.5 Zusammenfassung

Trotz des relativ hohen Anteils von sieben Aktiengesellschaften (davon drei börsennotierte) von insgesamt 12 Projektentwicklern weist die Auswertung der CG-Dimensionen eine ausgeprägt schlechte Bilanz aus. Dem extrem hohen Informationsanspruch steht die nur sehr schwach entwickelte Bereitschaft zur Transparenz gegenüber. Dies wird auch an der sehr reduzierten Bereitschaft deutlich, den Fragebogen vollständig zu bearbeiten.

Trotz des vorhandenen Risikomanagements scheinen sich die Developer auf ihre „Spürnase“ und das gute persönliche Kontaktnetzwerk zu verlassen, das sie auch von ihren Aufsichtsräten fordern.



### 5.2.2.7 Corporate Governance-Dimensionsausprägung für alle Bestandshalter

Die Gruppe der Bestandshalter setzt sich aus insgesamt 25 Unternehmen zusammen. Diese kommen aus den Bereichen Gewerbe und Wohnen und haben sich im Fragebogen selbst (wie auch die Dienstleister und Developer) als Bestandshalter (Property Companies) eingeschätzt.

#### GESAMTBILD DER EINSCHÄTZUNGEN (nur Gutanteile) TEILBRANCHE BESTANDSHALTER

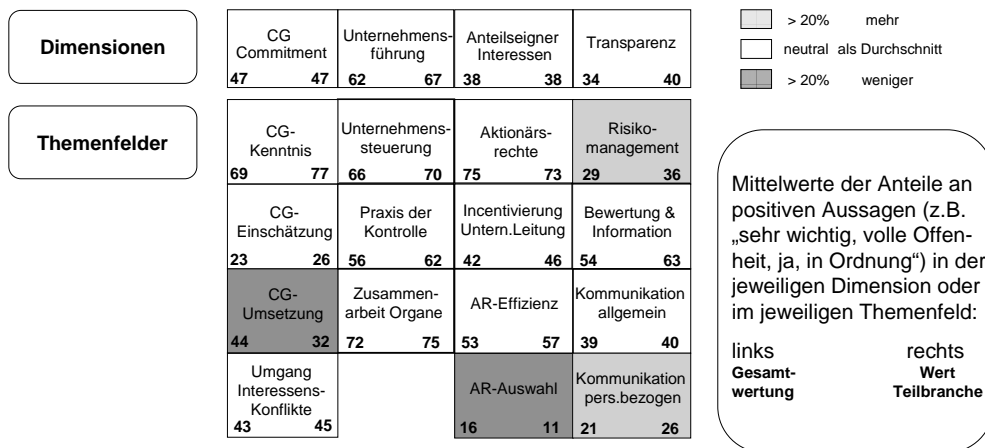


Abbildung 47: Gesamtbild der Einschätzungen aller Bestandshalter

#### 5.2.2.7.1 Corporate Governance-Commitment

Nur im Themenfeld CG-Umsetzung sind die Bestandshalter schlechter als der Durchschnitt aller befragter Unternehmen (siehe Abbildung 47). Hier ist das Missverhältnis zwischen Theorie und Praxis besonders ausgeprägt (Kodex vorhanden bei 20%, für alle Mitarbeiter bindend bei 53%, sanktioniert bei 18% der Bestandshalter).

Die neutrale Ausprägung des Themas Interessenkonflikte zeigt zwar, dass der Aufsichtsrat bei 42% der Unternehmen ein prüfungsnahes Beratungsmandat genehmigen muss, einen periodischen Wechsel der Prüfungsgesellschaft oder des Prüfungsteams halten allerdings nur 12% bzw. 40% der Unternehmen für notwendig.

#### 5.2.2.7.2 Unternehmensführung

Die gesamte Dimension Unternehmensführung ist in der Mittelwerteinschätzung neutral ausgeprägt. Der Aufsichtsrat wird überdurchschnittlich stark über die Unternehmensrisiken informiert (92%) und über Risikoänderungen auf dem Laufenden gehalten (88%). Zeitnahe Bewertung (79%) und Informationen zur Ratingmethode (38%) sind den Bestandshaltern sehr wichtig und werden meist schon detailliert im Geschäftsbericht aufgeführt. Vor der Veröffentlichung wertbestimmender Daten wie z.B. Mietniveau, Vertragsausgestaltung und Laufzeiten schreckt man aber immer noch zurück, weil man dies als Wettbewerbsnachteil versteht. Bewertungsänderungen muss der Aufsichtsrat in 61% der Unternehmen erstaunlicherweise nicht genehmigen. Knapp ein Drittel (29%) der Aufsichtsräte haben für Interessenkonflikte auslösende Geschäftsvorfälle keine Verhaltensregeln festgelegt.

#### 5.2.2.7.3 Anteilseignerinteressen

In dieser Dimension fällt nur das Themenfeld AR-Auswahl auf. In dieser Gruppe werden immobilienwirtschaftliche Erfahrung (88%), aber auch Berufserfahrungen in anderen Branchen (74%) besonders geschätzt. Da dies deutlich über dem Durchschnitt (61%) liegt, dürften hier „Quereinsteiger“ Führungspositionen bekleiden, die nicht aus immobilienwirtschaftlichen Unternehmen kommen. Insgesamt wird persönlichen Kontakten mehr Gewicht eingeräumt als im Durchschnitt der Unternehmen. Persönliche Immobilienkontakte sind dabei wichtiger (92%) als Kontakte zu anderen Branchen (79%). Dies deutet darauf hin, dass die Bestandshalter glauben, dass sie einen wesentlichen Teil der Immobilienbranche darstellen. In dieser „kleinen Welt“ sind intensive persönliche Kontakte für das weitere Fortkommen sowie die Erschließung neuer Business Opportunities von großer Bedeutung.

Ein fundiertes Immobilienwissen wird von 79% der Unternehmen etwa so wichtig erachtet wie von der Allgemeinheit (82%). Der Wert eines Hochschulabschlusses (34%), einer immobilienwirtschaftlichen Zusatzausbildung (9%) oder die Mitgliedschaft in einer immobilienwirtschaftlichen Vereinigung (14%) wird allerdings als weniger wichtig angesehen.

#### 5.2.2.7.4 Transparenz

Hier fallen die Themenfelder Risikomanagement und personenbezogene Kommunikation positiv auf<sup>791</sup>. Das Risikomanagement ist besser (36%) als der Durchschnitt (29%), was an der Börsennotierung von immerhin 13 der 26 Unternehmen liegt.

Angaben zur Bewertungsmethode sind den Unternehmen wichtig (83%), die Unternehmen müssen ihren Anteilseignern klar machen, auf welchen Zahlen und Annahmen ihr Unternehmenswert basiert. In Kombination mit einem zunehmenden Kapitalmarktdruck führt dies zu einem höheren CG-Niveau.

Die personenbezogene Kommunikation ist positiv, weil überwiegend detaillierte Angaben zur Qualifikation des Vorstands gemacht (73%), Director's Dealings den Aufsichtsräten in 64% der Fälle kommuniziert sowie die Gehaltsaufteilung und die internen Anreizsysteme etwas besser kommuniziert werden als bei der Allgemeinheit der Unternehmen.

#### 5.2.2.7.5 Zusammenfassung

Die Bestandshalter stellen den interessierten, auch schon in starkem Maße regulierten (hoher Anteil börsennotierter AGs) Mittelbau der Immobilienwirtschaft dar. Es haften zwar noch einem erheblichen Teil der Unternehmen die alten, bequemen Verhaltensweisen an, der Marsch hin zu besserer CG-Compliance ist jedoch z.B. in der wichtigen Dimension Transparenz unübersehbar.

#### 5.2.2.8 Corporate Governance-Dimensionsausprägung für alle Kapitalanlagegesellschaften

Die Gruppe der Kapitalanlagegesellschaften besteht aus 17 Unternehmen, die bis auf eines, alle in der Rechtsform der GmbH firmieren. Eine Gesellschaft ist als nicht börsennotierte Aktiengesellschaft am Markt tätig.

##### 5.2.2.8.1 Corporate Governance-Commitment

Die KAGs haben sich durch ihren Branchenverband, den BVI, Wohlverhaltensregeln gegeben, die sich positiv in der CG-Umsetzung niederschlagen (siehe Abbildung 48). So sagen alle Gesellschaften, dass sie diese Wohlverhaltensregeln befolgen. Ein

---

<sup>791</sup> Die Dimension Transparenz ist bei Bestandhaltern genau umgekehrt ausgeprägt wie bei den KAGen.

Zu widerhandeln wird aber bei 63% der Gesellschaften nicht geahndet. Die viel diskutierte Verankerung in den Arbeitsverträgen der Mitarbeiter scheint demnach noch nicht stattgefunden zu haben.

Verwunderlich ist, dass CG-Kennntnis und CG-Einschätzung nicht positiver ausfallen. Zwar ist der Begriff CG 94% der Befragten bekannt, aber nur 65% haben ein persönliches Interesse an der Thematik. Auch glauben nur 47%, dass CG in der deutschen Immobilienwirtschaft eine besondere Rolle spielt, eine Einschätzung, die heute sicherlich anders bewertet würde. Die meisten Fonds haben mittlerweile näm-

**GESAMTBILD DER EINSCHÄTZUNGEN (nur Gutanteile)**  
**TEILBRANCHE KAPITALANLAGE-GESELLSCHAFTEN**

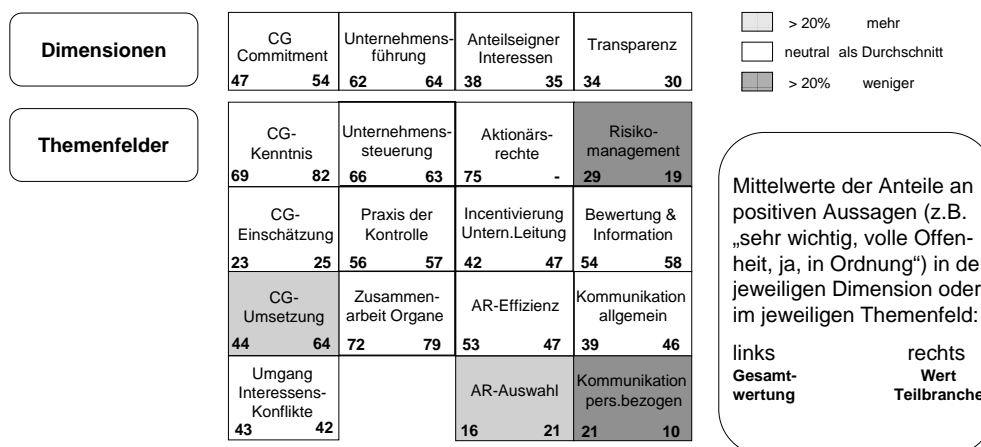


Abbildung 48: Gesamtbild der Einschätzungen aller Kapitalanlagegesellschaften

lich erkannt, dass sie mit Transparenz bei den Anlegern punkten können und müssen. Der Korruptionsskandal und die teilweise intransparenten Prozesse (z.B. Einwertungsgewinne oder ständig gleich bleibender Gutachterausschuss etc.) sollten hier inzwischen zu einem Umschwung geführt haben. Die „Glaubwürdigkeits-Probleme“ der Immobilienfonds tauchten erst in 2004 auf. Die hohen Mittelabflüsse und die teilweise dramatische Renditeverschlechterung<sup>792</sup> von etablierten Fondsprodukten wurden erst ab diesem Zeitpunkt deutlich sichtbar. Auslandsinvestitionen waren den Immobilienfonds schon ab 2002 europaweit und ab

<sup>792</sup> Die Underperformance einer Vielzahl der Offenen Immobilienfonds wurde durch eine Übergewichtung des deutschen Büromarktes (Bestand und Entwicklung), ein schlechtes Portfoliomanagement (hohes Bestandsalter) sowie die späte Expansion ins Ausland verursacht.

2003 weltweit durch verschiedene Novellierungen des KAGG respektive InvG erlaubt worden. Die hohen Mittelzuflüsse der letzten Jahre verleiteten die Gesellschaften, sich zu lange auf diesem Erfolg auszuruhen und als Verkaufsargument nicht die Transparenz, sondern immer nur die Sicherheit und Solidität ihrer Anlage (Betongold!) ins Feld zu führen.

Die neutrale Ausprägung des Themas Interessenkonflikte beruht vor allem auf der Tatsache, dass kein externes Aufsichtsratsmitglied dem Prüfungsausschuss vorsitzt. Der Vorsitz wird meist durch den Finanzvorstand der Bankenmutter eingenommen, da die Mutter Kontrolle über das Anlageverhalten und das Risikomanagement ihrer Tochter behalten möchte.

Ansonsten vertreten die Gesellschaften eine deutlich kritischere Einstellung zur z.B. gleichzeitigen Beratung und Prüfung durch eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Dennoch hält auch hier noch ca. ein Drittel der Unternehmen Prüfung und Beratung durch den Wirtschaftsprüfer für statthaft und ebenfalls ca. ein Drittel möchte das Prüfungsteams dauerhaft konstant halten. Zwei Drittel bleiben dauerhaft beim selben Wirtschaftsprüfer.

#### 5.2.2.8.2 Unternehmensführung

Trotz der nur neutralen Ausprägung, wird hier der Wirkungsbereich des InvG deutlich sichtbar. Der Aufsichtsrat wird ausführlich (94%) über das Risikomanagement sowie über Veränderungen der Risikostruktur (88%) des Unternehmens informiert.

Die zeitnahe Bewertung (76%) wird wie vom Durchschnitt gewertet, allerdings erachten nur 18% objektspezifische Ratingmethoden als wichtig. Die KAGs fürchten wohl, dass Mitbewerber und Investoren zu ausführlich über die Werthaltigkeit mancher Investments informiert werden könnten und so Problemfälle anhand von z.B. Einwertung, Vermietungsstand, Instandhaltungsrückstau, Mietniveau etc. noch deutlicher würden. Damit würde auch Klarheit über die zum Teil nur noch sehr eingeschränkte Marktgängigkeit mancher Objekte entstehen.

Verwunderlich ist die unterdurchschnittliche Einbindung des AR bei Änderung des Bewertungsverfahrens, in 54% der Fälle muss dieser diesem wichtigen Einschnitt nicht zustimmen. Ebenso erstaunlich ist die Tatsache, dass in 44% der befragten Gesellschaften keine Verhaltensregeln für potentielle Interessenkonflikte existieren. Vielleicht wird hier davon ausgegangen, dass das InvG z.B. gar keinen Spielraum für Eigenerwerbe u.ä. mehr lässt.

#### 5.2.2.8.3 Anteilseignerinteressen

Auch hier zeigen die Bestandshalter gutes Mittelmaß. Zwar begrenzen nur 14% der Gesellschaften die Anzahl der Mandate ihrer Aufsichtsratsmitglieder, messen aber einem ausreichenden persönlichen Zeitbudget der Aufsichtsratsmitglieder große Bedeutung bei. Die Immobilienerfahrung (93%) wird ebenso wie das persönliche Kontaktnetzwerk innerhalb der Immobilienbranche (86%) als sehr wichtig angesehen. Dies mag wiederum an der begrenzten Größe der Immobilienwirtschaft und insbesondere der Fondsbranche liegen, wo Kontakte und einschlägige Erfahrung zu nützlicher, frühzeitiger Information beitragen.

Die überdurchschnittliche Wichtigkeit von Verbandsmitgliedschaften (36%) kann mit der besonderen Stellung des BVI als Branchenorgan begründet werden. Durch die Teilnahme aller namhaften Fondsgesellschaften und die große Öffentlichkeitswirkung spielt eine Mitgliedschaft hier eine größere Rolle als in anderen Teilbereichen. Die homogene Ausrichtung der Fondsgesellschaften erleichtert diese Zusammenarbeit. Auch ein fundiertes Immobilienwissen (100%!), eine akademische Ausbildung (64%) sowie immobilienwirtschaftliche Weiterbildungsprogramme (43%) werden von den KAGs als sehr viel wichtiger erachtet als vom Durchschnitt aller Unternehmen.

#### 5.2.2.8.4 Transparenz

Hier fallen die Themenfelder Risikomanagement und personenbezogene Kommunikation negativ auf. Informationen zum Risikomanagement werden nur sehr zurückhaltend (13%) veröffentlicht, Vertrags- und Projektrisiken hingegen überdurchschnittlich (25%) mitgeteilt.

Detaillierte Angaben zur Bewertungsmethode werden als sehr wichtig (94%) angesehen. Hier schreibt das InvG keine klare Regelung vor, die den Anleger in die Lage versetzen, die durchgeführte Wertermittlung zumindest grob nachvollziehen zu können.

Die personenbezogene Kommunikation ist negativ, weil über die Gehaltsaufteilung (fix/variabel) sowie die internen Anreizsysteme nicht berichtet wird. Dieses Themenfeld ist bei den KAGen deutlich intransparenter als beim Durchschnitt der Unternehmen.

#### 5.2.2.8.5 Zusammenfassung

Es wird deutlich, dass vom Gesetzgeber oder branchenintern verbindlich geregelte Bereiche und vorgeschriebene Transparenzlevel die CG der Gesellschaften deutlich verbessern. Bestimmte Themen wie z.B. die Offenlegung von Gehältern und Anreizstrukturen fallen aufgrund der Nichtregelung im InvG aus diesem positiven Rahmen heraus. Der Professionalisierungsgrad in Bezug auf Aus- und Weiterbildung scheint in dieser Teilbranche am ausgeprägtesten zu sein.

#### 5.2.3 Clusterung der Teilnehmer durch Indikatorfragen

Für die Beschreibung einer fortschrittlichen Gruppe von Unternehmen, die in der Umsetzung der CG-Anforderungen eine Vorreiterrolle einnimmt, wird eine Auswahl von Sachverhalten/Fragen getroffen, die eine besondere Bedeutung für die tatsächliche Umsetzung des Kodex haben. Die Auswahl dieser 32 Indikatorfragen entbehrt nicht einer gewissen Willkürlichkeit, da je nach Interessenlage auch andere Schwerpunkte denkbar sind. Die hier ausgewählten Indikatorfragen fokussieren sich auf die tatsächliche Verbindlichkeit von CG-Regeln, auf den Umgang mit Interessenskonflikten, das Verhältnis zwischen Vorstand und Kontrollgremium/Anteilseignern, die Ausgestaltung und Besetzung des Kontrollgremiums und einzelne wichtige Fragen zu den Themen Risikomanagement und Transparenz. Die Antworten aller Unternehmen auf diese Indikatorfragen werden wiederum nach dem Anteil der positiven Antworten (Anzahl an Wertung 1 „ja, wichtig, vollständige Umsetzung/Offenlegung“) bewertet. Bei 32 Fragen können dabei 32 Punkte erreicht werden. Die Auswertung aller Fragebogen zeigt eine Spanne zwischen 15 und 2 Punkten.

Die 11 Unternehmen, die mindestens zwölfmal eine Bestwertung abgegeben haben, werden in der Gruppe der Frontrunner („TOPs“) zusammengefasst. Die Gruppe von 12 Unternehmen, die auf die Indikatorfragen weniger als 5 positive Antworten hat, werden als Nachzügler („DOGs“) bezeichnet.

## Indikatorfragen und deren durchschnittliche Bewertung (alle Befragte)

### Corporate Governance

Codex für alle Mitarbeiter verbindlich	75% ja
Verhalten für alle Mitarbeiter sanktioniert	27% ja
Interessenskonflikte	
Prüfung und Beratung durch WP	40% kein Problem
AR-Genehmigung Prüfung und Beratung durch WP	34% kein Problem
Periodischer Wechsel WP	71% nein
Periodischer Wechsel WP-Mitarbeiter	41% nein
Vorsitz Prüfungsausschuss durch externen AR	54% ja
ARV-Info private Geschäfte Vorstand	61% nein
ARV-Info private Geschäfte Vorstand m. eig. Untern.	33% nein
AR-Info Beratervertrag von AR-Mitglied	26% nein

### Unternehmensführung

AR-Info über Unternehmensrisiken	83% ja
AR-Info über Risikoänderungen	80% ja
Zeitnahe Bewertung für CG sehr wichtig	76 % ja
Ratingmethode für Immo-Objekte sehr wichtig	35 % ja
Muss AR prüfungsnaher Beratung durch WP genehm.	53% nein
Muss AR grundlegende Bewertungsänd. genehm.	57% nein
AR-Verhaltensregeln vorhanden	67% ja

### Anteilnehmerinteresse

Begrenzung der AR-Mandate	19% ja
Zeitliches AR-Engagement sehr(36%) wichtig(58%)	95%
Langj.Erfahr. außerh. Immo sehr(16%) wichtig(45%)	62%
Langj.Erfahr.innerh. Immo sehr(35%) wichtig(53%)	88%
Pers.Kontakte außerh.Immo sehr(9%) wichtig(62%)	71%
Pers.Kontakte innerh.Immo sehr(25%)wichtig(61%)	86%
Immo.Mitgliedschaften sehr(2%) wichtig(15%)	16%
Fundiertes Immo.Wissen sehr(32%) wichtig(51%)	82%
Hochschulabschluss sehr(4%) wichtig(38%)	41%
Zusatzausbildung Immo sehr(2%) wichtig(20%)	21%

### Transparenz

Risikomanagement vollständig offengelegt	28% ja
Vertrags/Projektrisiken vollständig offengelegt	20% ja
Detaillierte Finanzrisiken vollständig offengelegt	17% ja
Detaillierte Angaben zur Bewertungsmethode sehr wichtig (65%) wichtig(23%)	88% ja



Es soll in diesem Zusammenhang nochmals angemerkt werden, dass die Beantwortung von Fragebogen nicht unbedingt die tatsächlichen Verhältnisse abbildet. Mangelnde Detailkenntnis, der Wunsch, nicht zu den Nachzüglern zu gehören oder auch die nur ungenaue Trennung von Wunsch und Wirklichkeit mag manchem Antwortendem bei der einen oder anderen Frage zu milder Bewertung der Verhältnisse bewogen haben. Doch weist der Spitzenwert von 15 Punkten, der einer maximal positiven Bewertung von etwa der Hälfte der Indikatorfragen entspricht, schon eine deutliche Distanz zu den 2 Punkten des Schlusslichts auf, das nüchtern Defizite bei 30 Fragen im Hinblick auf den Immobilien-Kodex eingesteht.

#### 5.2.3.1 Corporate Governance-Dimensionsausprägung für alle Nachzügler (Dogs)

Die Gruppe der Dogs besteht aus 12 Unternehmen, von denen fünf Aktiengesellschaften sind (eine börsennotierte AG) und sieben in der Rechtsform der GmbH firmieren. Diese Gruppe ist geprägt durch ein insgesamt schwaches CG-Niveau. Die Gruppe ist relativ heterogen, so besteht sie aus großen und kleinen Unternehmen. Bis auf ein Unternehmen in der Rechtsform der GmbH handelt es sich um Tochterunternehmen. Sechs der Unternehmen haben sich selbst als Developer definiert, zwei firmieren als KAG, drei als Finanzdienstleister und eines als Bestandshalter.

##### 5.2.3.1.1. Corporate Governance-Commitment

Alle Themenfelder der Dimension CG-Commitment sind negativ (siehe Abbildung 49). 92% dieser Gruppe kennen zwar den Begriff CG, aber nur 50% haben echtes persönliches Interesse an Corporate Governance. Die Initiative ist nur zum Teil bekannt (42%) und der Immobilienkodex nur einem Drittel.

Bei 67% der Dogs wird der Kodex zwar als verbindlich bezeichnet, aber nur 11% der Mitarbeiter müssen bei Kodexverstößen Sanktionen fürchten.

Interessanterweise ist die Gruppe nicht konsistent in Ihrer Einstellung. Prüfungs- und Beratungsleistungen von einem Wirtschaftsprüfer werden nur von 17% der Gruppe akzeptiert, allerdings meinen 36% dass hierfür keine AR-Zustimmung erforderlich ist. Der periodische Wechsel der Prüfungsgesellschaft wird von 73%, der periodische Wechsel des Prüfungsteams von 55% für entbehrlich gehalten.

Auffallend ist das schlechte Informationsniveau des Aufsichtsrates. Dies steht im Gegensatz zur Regelung den Vorsitz des Prüfungsausschusses durchweg extern zu besetzen.

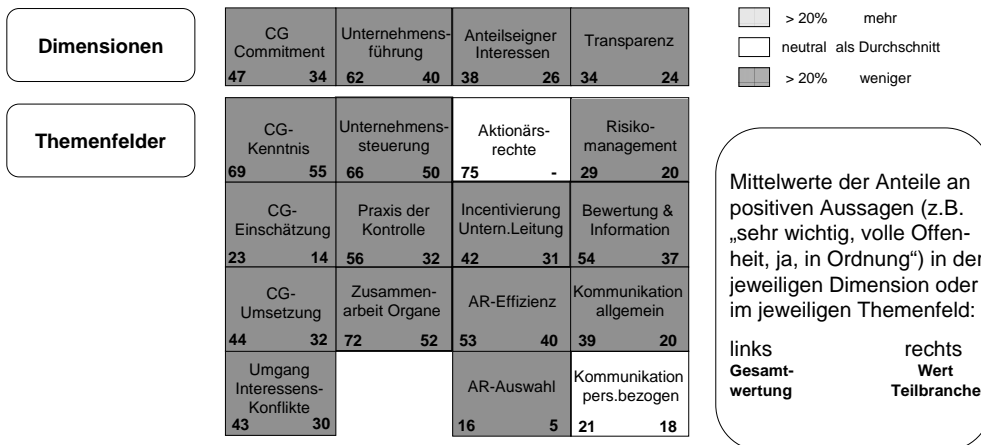
**GESAMTBILD DER EINSCHÄTZUNGEN (nur Gutanteile)  
NACHZÜGLERGRUPPE (DOGS)**


Abbildung 49: Gesamtbild der Einschätzungen aller Dogs

### 5.2.3.1.2 Unternehmensführung

Auch die Dimension Unternehmensführung ist durchgehend negativ ausgeprägt. Hier schlägt sich die relativ schwache Einbindung des Aufsichtsrates in das Risikomanagement (58%) sowie die schlechte Information bei Risikoveränderungen (58%) nieder.

Zeitnahe Bewertung (64%) sowie das Objektrating (18%) spielen hier eine deutlich schwächere Rolle als beim durchschnittlichen Immobilienunternehmen. Dies ist verwunderlich, da die Gruppe auch einige Bestandshalter umfasst. Wesentlich ist allerdings wieder der Einfluss der fünf Projektentwickler, die das Ergebnis verschlechtern.

Die Kontrolle durch den Aufsichtsrat ist bei den Dogs sehr schwach ausgeprägt. Bei 86% der Dogs können prüfungsnahe Beratungsleistungen des Wirtschaftsprüfers ohne AR-Zustimmung erfolgen. Alle, die auf diese Frage geantwortet haben, erlauben grundlegende Änderungen des Bewertungsverfahrens ohne Genehmigung des AR. Die starke Zurückhaltung bei der Beantwortung dieser Frage (4 von 12) weist vielleicht auf eine gewisse Unbehaglichkeit bei den Bearbeitern hin, ein erstes positives Signal!

Nur in 14% der Fälle hat der Aufsichtsrat klare und vollständige Verhaltensregeln, um potentielle Interessenkonflikte frühzeitig zu klären und dadurch zu entschärfen.

#### 5.2.3.1.3 Anteilseignerinteressen

Die Antworten zum Themenfeld Aktionärsrechte erlauben keine Bewertung.

Die Aufsichtsräte der Dogs können unbegrenzt weitere Mandate annehmen, Konsequenterweise haben diese Firmen auch nur geringere Anforderung (80%) an das zeitliche Engagement ihrer Aufsichtsräte. Dies deutet darauf hin, dass für diese Unternehmen der Aufsichtsrat mehr ein pro-forma Gremium ist, das keine kritische Kontrollfunktion wahrnimmt.

Die Aufsichtsräte der Dogs scheinen sich überwiegend aus der Immobilienwirtschaft selbst zu rekrutieren. Für Ihre Wahl spielt die Immobilienbranchenerfahrung eine überragende Rolle (80%)<sup>793</sup>. Erfahrungen außerhalb der eigenen Branche sind dagegen unwichtig (0%!). Bei den persönlichen Kontakten zählen die immobilienwirtschaftlichen mit 60% mehr als die aus anderen Branchen (40%). Nur 60% der Dogs halten ein fundiertes Immobilienwissen für nötig, gefolgt von nur 20%, die ein Studium für wichtig halten. Zusatzausbildung und Mitgliedschaften werden als unwichtig angesehen.

#### 5.2.3.1.4 Transparenz

Auch bei der Transparenz sind alle Themenfelder negativ ausgeprägt. Über das Risikomanagement wird, wie erwartet unterdurchschnittlich informiert, was wiederum auf die relativ große Anzahl von Projektentwicklern zurückzuführen ist, die, wie bereits gezeigt, diesen Punkt eher restriktiv behandeln.

Angaben zur Bewertung und Bewertungsmethode werden als weniger wichtig gewertet. Informationen zu Gehalts- und Incentivierungsstrukturen werden überhaupt nicht gegeben. Deutlich überdurchschnittlicher Wert wird jedoch auf die Veröffentlichung der Angaben zur Qualifikation von Vorstand und Aufsichtsrat gelegt.

---

<sup>793</sup> Die Immobilienerfahrung liegt aber immer noch unter dem Durchschnitt der Gesamtheit (88%), was auf die Heterogenität der Gruppe zurückzuführen sein dürfte.

#### 5.2.3.1.5 Zusammenfassung

Wenn die Gruppe der Dogs einfach nur die Zeichen der Zeit ignorieren würde, dann wären die Wertungen homogener. Wahrscheinlicher ist jedoch, dass sie sich einerseits durch besondere selbstkritische Ehrlichkeit auszeichnen und z.B. anstelle von „sehr wichtig“ eher mit „wichtig“ werten oder auch eine Reihe von als heikel empfundenen Antworten einfach schuldig bleiben. Zudem dürfte auch bei einem erheblichen Teil von ihnen der Wunsch vorhanden sein, die Chancen der Weiterentwicklung zur CG-Compliance mit konkreten geschäftlichen Zielen zu verbinden. Sicherlich gehören sie nicht zu den Meinungsmachern der Immobilienbranche, aber haben wohl das Potenzial zu „fast followern“, wenn dies gesetzliche Rahmenbedingungen oder die Aussicht auf Geschäftserfolge nahe legen.

Für die Richtigkeit der hier getroffenen Einordnung spricht jedoch, dass einer der beiden offenen Fonds, der hier in die Gruppe der Dogs eingruppiert wurde, nach Abschluss dieser Befragung durch schwere Probleme (Korruption, Performance) auf sich aufmerksam gemacht hat. Der Fonds hatte die Aufklärung der Vorwürfe verschleppt und das Ausmaß der Probleme nur verzögert eingestanden. Er hat daraufhin 2004 seine gesamte GF und auch den AR-Vorsitzenden ausgetauscht. Der darauf folgende Versuch, sich im Rahmen einer branchenweiten Transparenzoffensive neu zu profilieren, scheiterte an der zögerlichen Teilnahme anderer Gesellschaften.

Es scheint dies ein nicht untypisches Bild der Ambivalenz zu sein, das ein beträchtlicher Teil der Immobilienwirtschaft im Hinblick auf den Corporate Governance Kodex bietet.

#### 5.2.3.2 Corporate Governance-Dimensionsausprägung für alle Vorreiter (Tops)

Die Tops bestehen aus 11 Unternehmen, wovon drei Aktiengesellschaften sind (davon zwei börsennotierte AGs), sieben KAGs und ein Bestandshalter in Form der GmbH. Alle Unternehmen haben einen Aufsichtsrat bzw. Beirat.

##### 5.2.3.2.1 Corporate Governance-Commitment

Bis auf das neutrale Themenfeld CG-Kenntnis sind alle Bereiche der Dimension CG-Commitment positiv (siehe Abbildung 50). Alle Tops kennen den Begriff Corporate Governance und 73% haben ein echtes persönliches Interesse an CG. Die Initiative (82%) und der Immobilien-Kodex (64%) sind überdurchschnittlich bei den befragten Unternehmen bekannt. Der zum Zeitpunkt der Befragung erst seit wenigen Monaten verfügbare Immobilien-Kodex ist dagegen noch weniger bekannt.

Der Kodex ist für alle Tops verbindlich, Aber auch bei diesen Unternehmen werden Verstöße nur bei 40% nicht sanktioniert. Die relativ hohe Verbindlichkeit des Kodex hängt mit den sieben KAGen zusammen, die ihren brancheninternen Wohlverhaltenskodex befolgen müssen.

**GESAMTBILD DER EINSCHÄTZUNGEN (nur Gutanteile)  
SPITZENGRUPPE (TOPS)**

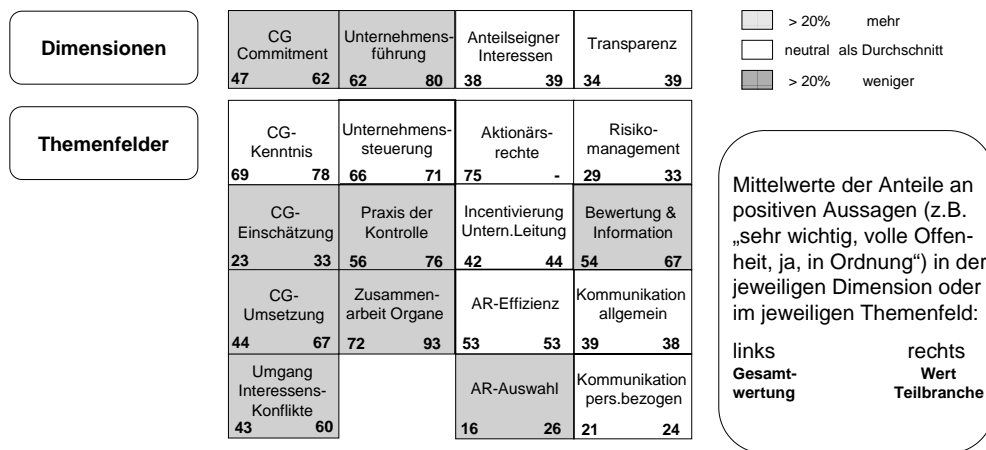


Abbildung 50: Gesamtbild der Einschätzungen aller Tops

Die Tops tendieren zwar auch dazu bei einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zu bleiben, sie bestehen aber zu einem hohen Anteil (82%) darauf, dass das Prüfungsteam periodisch wechselt. Auch ist die Einbeziehung des AR in solchen Fällen intensiver. Nur 50%<sup>794</sup> haben einen externen Vorsitzenden im Prüfungsausschuss, dafür herrscht meist aber ein guter Informationsfluss zwischen Vorstand und Aufsichtsrat. Beraterverträge von Aufsichtsratsmitgliedern müssen bei 91% genehmigt werden.

5.2.3.2.2 Unternehmensführung

Bis auf die neutral bewertete Unternehmenssteuerung sind alle Themenfelder positiv. Die Informationslage zwischen Aufsichtsrat und Vorstand ist exzellent. Interessanterweise wird die zeitnahe Bewertung mit 64% weniger, das Objektrating mit 36% aber durchschnittlich mit der Gesamtheit aller Unternehmen gewertet. Die zurückhaltendere Einstellung zur Bewertung mag durch die KAGs verursacht sein, da

<sup>794</sup> Die 50% sind nur bedingt aussagekräftig, da nur insgesamt vier auswertbare Antworten auf diese Frage vorlagen, in der Regel waren zwischen 7 und 11 Antworten auswertbar.

diese durch das InvG zu einer jährlichen Bewertung ihrer Liegenschaften verpflichtet sind. Die branchenweite Einführung eines Objektratings für alle Fondsimmobilien wäre in Bezug auf die genannten Daten (Mietvertragslaufzeiten, -höhen und -risiken) für die Fonds eine neue Herausforderung.<sup>795</sup> Die Fonds in der Gruppe der Tops berichten schon heute relativ detailliert über ihre Objekte und sehen dies als Werbemaßnahme.

Der Aufsichtsrat wird von den Tops als Kontrollinstanz genutzt. So wird er immerhin in 70% der Fälle in die Änderung der Bewertungsmethode einbezogen. Verwunderlich ist hierbei, dass 36% der Tops keine klaren Verhaltensregeln für den Aufsichtsrat bei möglichen Interessenskonflikten haben.

#### 5.2.3.2.3 Anteilseignerinteressen

Positive Ausprägungen bestehen bei der Incentivierung und AR-Wahl. Die AR-Effizienz ist dagegen nur neutral. Das Feld Aktionärsrechte ist wegen zu wenigen Antworten ohne Aussage.

Immerhin 80% der Tops begrenzen die Anzahl der Mandate ihrer Aufsichtsratsmitglieder und erwarten auch zu 90% vollen Zeiteinsatz.

Die Tops sind aufgeschlossen und finden jede Berufserfahrung, ob innerhalb (91%) oder außerhalb (82%), wichtiger als der Durchschnitt. Genauso sieht es mit den Kontakten der Aufsichtsräte aus, wobei Kontakte außerhalb der Immobilienbranche als wichtiger (82%) angesehen werden als solche innerhalb der Branche (64%).

Die Tops schätzen Immobilienmitgliedschaften überdurchschnittlich (45%) ebenso wie fundiertes Immobilienwissen (100%), ein Hochschulstudium (55%) sowie eine immobilienwirtschaftliche Zusatzausbildung (45%).

#### 5.2.3.2.4 Transparenz

Die Themenfelder sind, bis auf das positive Thema Bewertung, alle neutral. Risiken werden von den Tops offener kommuniziert als vom durchschnittlichen Immobilienunternehmen. Ebenso sagen die Tops, dass Sie Informationen zur Anlagestrategie, Portfoliozusammensetzung und NAV wichtig finden. In der Frage der Vergütungs- und Anreizstrukturen sind aber auch sie zurückhaltend. Das Risikomanagement ist besser als der Durchschnitt, was sicherlich auch durch den großen Anteil der Fonds in dieser Gruppe beeinflusst wird.

---

<sup>795</sup> Das Scheitern der Transparenzoffensive der Offenen Fonds hat gezeigt, dass die meisten Gesellschaften für so eine weitreichende Transparenzmaßnahme mental noch nicht bereit sind.

Detaillierte Angaben zur Bewertungsmethode werden von allen Unternehmen als überdurchschnittlich wichtig empfunden.

#### 5.2.3.2.5 Fazit

Sicherlich bilden die Tops eine Vorhut, doch sind auch sie weit weniger homogen, als es auf den ersten Blick den Anschein hat. Als gemeinsames Merkmal dieser Gruppe ist ein überdurchschnittliches Interesse an fachlicher Ausbildung und Professionalität zu erkennen. Dies wird bei einer Gruppe mit einem hohen KAG-Anteil von außen in verstärktem Maße erwartet bzw. gefordert. Parallel wirkt jedoch die gute Zusammenarbeit der Unternehmensgremien, die auf den Nutzen einer konstruktiven Zusammenarbeit und intensive Informationsflüsse setzt. Vor diesem Hintergrund überraschen noch immer vorhandene konservative Ansichten und Regelungen, die den Widerstreit zwischen historisch gewachsenen Verhaltensweisen und Überzeugungen sowie der grundsätzlichen Einsicht in die als richtig erkannten Regelungen des Kodex erkennen lassen. Praktische Erwägungen und der Blick auf die Wettbewerbssituation lassen wohl noch vor einer konsequenteren Auslegung des Kodex zurückschrecken.

In Summe wird auch bei den Tops deutlich, dass sicherlich Einsicht in den großen Zusammenhang und die globalen Herausforderungen zur Spitzenstellung beiträgt. Daneben sind es aber auch gesetzliche Vorgaben, brancheninterne Vereinbarungen und Nützlichkeitsabwägungen, die Unternehmen dazu treiben, sich verstärkt für die CG-Thematik zu erwärmen.

### 5.3 Zusammenfassung

Die Auswertungen aus verschiedenen Perspektiven zeigen, dass der Übergang von der Theorie zur Praxis auch hier aus einem sorgfältig konstruierten Gebäude hinaus in eine „Vielzahl von Baustellen“ führt. Dass dort nicht nur Marmorblöcke aufeinandergetürmt, sondern überwiegend mit kleinen, preiswerten Ziegeln gebaut wird, sollte den Praktiker nicht überraschen. Das in einem langen mühsamen Prozess aus erzwungenen Reaktionen, gewonnenen Einsichten und verhandelten Kompromissen von herausgehobenen Branchenvertretern errichtete CG-Gebäude spiegelt die gesammelte Klugheit und Einsicht einer an sich recht heterogenen Branche wider. Die Praxis muss sich jedoch den konkreten Problemen und Zwängen des Tagesgeschäfts, aber noch mehr den gewachsenen Überzeugungen und Ansprüchen der in den verschiedenen Unternehmen Tätigen stellen.

Hier, in der Praxis der Immobilienunternehmen herrscht zwar verbreitet Unbehagen, aber auch stille Einsicht in die Notwendigkeit der für die gesamte Immobilienbranche ausgehandelten Regelungen. Die unbequeme, gewöhnlich kosten- und aufwandsträchtige Umstellung auf die neuen Regeln wird überall dort träge verlaufen, wo nicht sehr konkrete gesetzliche Regelungen oder drohende wirtschaftliche Nachteile einen beschleunigten Wandel erzwingen. Genau dies ist das Bild, das all diese Auswertungen zeigen. Im Sommer 2003 ist noch kein einheitlicher Trend zu erkennen, der die verschiedenen Unternehmensgruppen oder Unternehmensformen signifikant voneinander unterscheidet. Obwohl gesetzliche Regelungen gewöhnlich als stärkste Kraft für eine rasche Weiterentwicklung angesehen werden, wirken konkret im Markt erprobte Vor- oder Nachteile gewöhnlich noch rascher und nachhaltiger.

Als das eigentlich erstaunliche, ja ernüchternde Ergebnis dieser Erhebung muss die Darstellung der *durchschnittlichen* Lage aller Immobilienunternehmen gewertet werden. Die Antworten deuten darauf hin, dass überwiegend noch eine weite Distanz zwischen dem gewiesenen Ziel und der gelebten Realität besteht. Selbst gesetzliche Vorgaben, wie z.B. die im KonTraG vorgesehenen Regelungen im Umfeld des Aufsichtsrates oder Vorgaben des TransPuG für das Zusammenwirken von Aufsichtsrat und Vorstand sind nach Auskunft der Befragten in vielen Unternehmen noch nicht umgesetzt. So ist es nicht verwunderlich, dass der Sinn für den Veränderungsbedarf erst durch Skandale geschärft werden musste und muss. Die Aufarbeitung von Skandalen hat so gesehen nicht nur den Aufbruch in Richtung eines CG-Kodex eingeläutet, sondern treibt auch dessen Umsetzung nachdrücklich voran. An der Häufigkeit von entsprechenden Skandalen kann das tatsächliche Wirksamwerden der Corporate Governance in den Unternehmen wahrscheinlich sogar am besten und praxisnächsten abgelesen werden.

Die positive Botschaft der breit durchgeführten Detailanalyse besteht in der Erkenntnis, dass es nicht Licht und davon scharf getrennt Schatten gibt. Vielmehr sind alle Unternehmen in Bewegung geraten, die einen schneller und wohl auch systematischer, die anderen langsamer und eher spontaner mit einem Fokus auf bestimmte Sachverhalte. Die auch innerhalb der gebildeten Gruppen teilweise verwirrende Heterogenität der Antworten weist zudem auch auf den starken Einfluß der Führungskräfte bei der Umstimmung und Umstellung eines Unternehmens auf die CG-Policy hin. So kam der Fragebogen mit den „fortschrittlichsten“ Antworten nicht aus einer börsennotierten AG unter dem Druck der dort wirksamen, verbindlichen gesetzlichen Rahmenbedingungen, sondern von einer eigentümergeführten GmbH, in der offensichtlich eine starke und



überzeugende Corporate Governance top-down durch das Unternehmen gelebt wird. Diese Kraft und persönliche Überzeugung kann ein Kodex natürlich nicht ersetzen, erschafft jedoch die gemeinsam erarbeiteten, formalisierten Bedingungen, an denen sich alle Führungskräfte orientieren können.

Dieses komplexe Geflecht von mental breit befürwortetem, kodifiziertem Verhalten, praxisgetriebenem Opportunismus konkreter Geschäftssituationen und dem mehr oder minder ausgeprägten Charisma überzeugender Führungspersönlichkeiten führt zum unscharfen Ergebnis dieser Erhebung. Vor diesem Hintergrund ist die hier vorgelegte Zustandsanalyse aus dem Sommer 2003 ein wichtiger Beitrag, um einen frühen Zeitpunkt der Entwicklung deutscher Immobilienunternehmen als Ausgangspunkt zu fixieren auf dem Weg hin zu einer verbindlich beschriebenen Corporate Governance.

Aufgrund der herausgearbeiteten Bedeutung des Themas für die deutsche Immobilienwirtschaft zeichnet sich weiterer Forschungsbedarf z.B. in Bezug auf die direkte Messbarkeit (Rating) guter Corporate Governance bei deutschen Immobilienkapitalgesellschaften insbesondere vor dem Hintergrund von Basel II sowie der anstehenden Einführung von REITs in Deutschland ab.

## 6 Zusammenfassung und Handlungsempfehlungen

### 6.1 Corporate Governance

In einer Welt zunehmender ökonomischer und politischer Verflechtung, ohne eingehegte nationale Reservate und mit weitgehend nur von den Marktteilnehmern gesteuerten Kapitalflüssen, kommt allgemein anerkannten Regeln des guten Wirtschaftens eine überragende Bedeutung zu. Schon immer gab es eine intensive Wechselwirkung zwischen Wirtschaft und Politik, die sich in der Wohlfahrt oder dem Niedergang von Unternehmen, Gesellschaften und Nationen widerspiegelte. Das Nachdenken über angemessenes wirtschaftliches Handeln gründet tief in Überlegungen der griechischen, römischen und auch christlich-scholastischen Philosophie<sup>796</sup>. Während bis ins Mittelalter das Wirtschaften auch unter dem Gebot der christlichen Gerechtigkeit und sozialen Ordnung stand, trat in der Neuzeit der Staat, und damit die Nation, zunehmend an die Stelle der zuvor allgemein akzeptierten metaphysischen Ordnung.<sup>797</sup> Obwohl die Regelungen gewöhnlich nicht frei von kurzsichtigem Opportunismus waren, man denke z.B. an das gegenseitige Abhängigkeitsverhältnis der Fugger und Karl V., so gab es doch ein einheitlich getragenes Bewusstsein, dass nicht mehr göttliches Eingreifen, sondern der Arm der jeweiligen Obrigkeit auch wirtschaftlichen Fehlentwicklungen zu steuern habe.<sup>798</sup> Diese Rolle haben später die Nationalstaaten ausgefüllt. Sie haben diese Steuerung zunächst national, dann auch in Zusammenschlüssen (z.B. EU) in teilweise erdrückender Weise perfektioniert. Mit zunehmender Liberalisierung von Handel und Kapitalflüssen, also der Globalisierung, stehen nicht nur Wirtschaftssysteme unterschiedlicher Reife direkt miteinander in Konkurrenz. Die Liberalisierung von Waren und Kapital hat auch die Handlungsbreite und –tiefe internationaler Konzerne deutlich erweitert. Global agierende Unternehmen, deren Bilanzsummen bisweilen weit über den Haushalten von Nationalstaaten liegen, haben häufig keine nationale Bindung mehr und unterliegen daher auch nur noch sehr eingeschränkt nationalen Kontrollen. Die verbleibenden Möglichkeiten, hier ordnend einzuwirken, sind deutlich reduziert auf z.B. die nationale Steuergesetzgebung, internationale Abkommen über die Regelung von Kapitalflüssen

---

<sup>796</sup> Vgl. Primbam (1998), S. 30 f.

<sup>797</sup> Vgl. Höffner (1941) und Bosl (1973).

<sup>798</sup> Vgl. Treue (1974), S. 51 f.

oder, und das ist dem Nerv dieser Unternehmen wohl am nächsten, die Stärkung der Rechte der Kapitalgeber.

Corporate Governance verfolgt philosophie-, kultur- und gesellschaftsunabhängig das Ziel, Regeln global zu verankern, nach denen Kapitalgeber und andere Stakeholder in allen Unternehmen und Wirtschaftsräumen Transparenz und Klarheit darüber erlangen, wie es um ihr Unternehmen wirklich bestellt ist und dass Vorkehrungen getroffen sind, diese Transparenz zu erhalten und die Interessen der Kapitalgeber zu wahren.

Der Immobilienmarkt ist per definitionem weniger volatil als beispielsweise die produzierende Wirtschaft, wo u.a. Lohnkostendifferenzen recht rasch massive Verschiebungen auslösen können. Die Kapitalversorgung für neue Projekte oder die mit einem Immobilienbestand zu erzielende Rendite stellen jedoch auch diesen Wirtschaftszweig mit zunehmender Liberalisierung in einen globalen Kontext. Die aktive Beschäftigung mit den Corporate Governance-Regeln steht somit in direktem Zusammenhang mit den Wachstumsmöglichkeiten, der Größe und der Mitarbeiterzahl eines Unternehmens. Was in einem eignergeführten Kleinunternehmen entbehrlich, ja störend und überdimensioniert sein mag, ist in einem tief gegliederten Großunternehmen essentiell für dessen gesunden Fortbestand. Corporate Governance muss in komplexen Großstrukturen mehr als nur Hochglanzbroschüre und Abschnitt im Jahresbericht sein. Gelebte und sanktionierte Corporate Governance-Praxis sind dort eine wesentliche Vorbedingung für dauerhaften wirtschaftlichen Erfolg. Erhebliche Widerstände verweisen auf die Beispiele der „guten Unternehmen“ ohne formal verabschiedete Corporate Governance -Grundsätze und die Wirkungslosigkeit derselben bei offensichtlich „schlechten Unternehmen“. Aber ein Verhalten „außerhalb der Verkehrsregeln“ rechtfertigt weder deren Abschaffung, noch ein resigniertes „laissez-faire“ auf diesem, in Zeiten der Globalisierung überaus wichtigen Gebiet der Restregulierung eines verantwortlichen Wirtschaftens.

Dementsprechend kann die Umsetzung des Cromme- bzw. Immobilien-Kodex nicht einem mehrheitsgetriebenen, demokratischen Konsens zwischen den beteiligten Firmen überlassen werden, sondern es besteht ein erhebliches übergeordnetes, öffentliches Interesse an der verbindlichen Formulierung, Umsetzung und auch Durchsetzung dieser Grundsätze.

Dies gilt in besonderem Maße für den Immobiliensektor, wo wirtschaftliches Handeln nicht selten direkt in die breite öffentliche Wahrnehmung, in manchen Fällen bis zur Haustür des Wohnungseigentümers oder Mieters reicht. Politischem Druck und

populistischen Forderungen der Politiker im Immobilienbereich kann mit einer tatsächlich gelebten CG erfolgreicher begegnet werden. Dies sollte für die Immobilienwirtschaft und die Initiative Corporate Governance Ansporn genug sein, sich weiter intensiv mit diesem Thema zu befassen. Prüffähige Kriterien, die eine messbare Evaluierung der CG eines Unternehmens möglich machen, sind dabei genauso wichtig, wie die glaubhafte Sanktionierung von Regelverstößen innerhalb der Mitglieder der Initiative oder die Bündelung des vielstimmigen Meinungschores in einer Institution. Gelingen diese Schritte trotz der eher heterogenen Interessenlage der Immobilienbranche, wird die Asset-Klasse Immobilie und der Investitionsstandort Deutschland weiter an Attraktivität gewinnen und zum Wachstumsmotor werden. Mißlingt er, wird der politische Druck zunehmen und sich die rechtlichen Rahmenbedingungen in Richtung höherer Reglementierung gemäß den politischen Mehrheiten verschieben.

## 6.2 Ethik

Der Ruf nach moralisch einwandfreiem Verhalten von Unternehmen und von denen, die sie lenken und führen, ist im Zusammenhang mit den viel zitierten Bilanzskandalen wieder einmal lauter geworden. Angesichts schlechter Unternehmensperformance werden als unangemessen empfundene Bezüge leitender Führungskräfte hauptsächlich im europäischen Umfeld zunehmend kritisiert und als Beispiele der nur auf Eigennutz gerichteten „Raffgier der Manager“ angeführt.

Anstelle Fehlverhalten punktuell zu sanktionieren, kann auch der fundamentalere Ansatz gewählt werden, Fehlverhalten schon im Ansatz durch Transparenz und Sanktionierung zu ächten und damit nachhaltig zu verhindern. Ein Beispiel hierfür bietet die bayerische Bauwirtschaft, die sich aufgrund von anhaltenden Korruptionsvorwürfen genötigt sah, in diesem Sinne zu handeln. Der bayerische Bauindustrieverband ließ durch das Zentrum für Wirtschaftsethik ein Ethikmanagement für die Bauwirtschaft aufsetzen.<sup>799</sup> Teilnehmen können nur Unternehmen, die versprechen, auf Bestechung zu verzichten und die überprüfbare Vorbeugungsmaßnahmen in ihren Betrieben einführen. Hierzu gehören unter anderem Mitarbeiterschulungen, die Aufnahme des Bestechungsverbots mit Entlassungsandrohung in den Arbeitsvertrag, der Einsatz von Revisionsabteilungen, das

---

<sup>799</sup> siehe hierzu <http://www.bauindustrie-bayern.de/ethikmanagement.html>.

Mehraugenprinzip sowie Strafklauseln in Lieferanten- und Kundenverträgen. Unternehmen, die glauben diesen Ansprüchen zu genügen, werden nach einer vom Zentrum für Wirtschaftsethik entwickelten Methodik zertifiziert. Die damit erhaltenen Ergebnisse werden von einem unabhängigen Zertifizierungsausschuss geprüft und die Zertifizierung dann zunächst für ein Jahr verliehen. Danach wird die Zertifizierung alle drei Jahre wiederholt. Der bayerischen Initiative haben sich inzwischen auch Bauunternehmen aus anderen Bundesländern angeschlossen.

Auch die Initiative Corporate Governance hat mit ihrer Empfehlung „WerteManagement der Immobilienwirtschaft“ inzwischen einen Leitfaden für Ihre Mitglieder entwickelt, wie diese ein „WerteManagementSystem“ implementieren können.<sup>800</sup> Neben den Prinzipien, die auf den Grundsätzen ordnungsmäßiger und lauterer Geschäftsführung der Immobilienwirtschaft basiert, werden fünf Bausteine (Grundwerteerklärung, Verhaltensstandards, Verbindlichkeit, Kommunikation und Sicherstellung) definiert, die eine erfolgreiche Umsetzung und Verankerung des Wertemanagementsystems im Unternehmensalltag sicherstellen sollen. Die Initiative hat einige Beratungsunternehmen zertifiziert, die interessierten Unternehmen bei der Implementierung und Umsetzung des Leitfadens zur Seite stehen.

Die Moral der Marktwirtschaft darf nicht durch die Gefühlslage ihrer Teilnehmer bestimmt werden, sondern durch die Transparenz und Fairness ihrer Spielregeln. Die Wettbewerbspolitik sollte deshalb weiterhin nicht die Motive oder die ihnen zugrunde liegenden Emotionen der Marktteilnehmer steuern, sondern die Wettbewerbsintensität und die daraus resultierenden Marktergebnisse. Die ökonomische Theorie sollte in der Lage sein zu erklären, wie sich Emotionen im Marktverhalten der Teilnehmer niederschlagen. Wichtig ist hierbei, dass die Marktakteure in einer funktionierenden Marktwirtschaft nicht indifferent werden oder sich eingeschüchtert zurückziehen. Es wird jedoch zunehmend deutlich, dass die Marktkräfte allein eine „Blasen“-Bildung in speziellen Märkten nicht verhindern können. Aus dieser Erkenntnis mehren sich die Argumente, die Finanzmärkte nicht ungebremst spekulativen Kräften zu überlassen, sondern durch regulierende Eingriffe nachhaltige Schäden für die Volkswirtschaft zu vermeiden.<sup>801</sup>

---

<sup>800</sup> siehe hierzu <http://www.immo-initiative.de/kodex/wertemanagement.shtml>

<sup>801</sup> Heusinger v., R. (2005), S.37.

### 6.3 Immobilienvermögen

Der Wert von Immobilienobjekten spiegelt in starkem Maße den aktuellen Zustand der allgemeinen Wirtschaft wider. Deshalb sind zyklische Änderungen des Werts von Immobilienbeständen eine mit dieser Anlageform verbundene Tatsache. Andererseits gilt die Immobilienanlage als eine besonders sichere und beständige Anlageform.

Der Übergang von konkretem Immobilienbesitz auf Immobilien-Fondsvermögen hat hier teilweise zu einer Änderung in der Erwartungshaltung geführt. Unter dem Druck von hohen, bisweilen nur einmaligen Renditen, die aus Beständen heraus realisiert werden, die seit langer Zeit unauffällig geführt wurden, gerät die gesamte Branche unter Erklärungs- und Handlungsdruck. Unter solchen Umständen mag es verständlich sein, wenn fällige Wertberichtigungen nicht, nur halbherzig oder zumindest verzögert durchgeführt werden. Die Kenntnis des Bestandswerts ist jedoch eine zentrale Kenngröße, die der Kapitalgeber für seine Entscheidungen benötigt. Nicht der absolute Wert, sondern auch das zur Bewertung gewählte Verfahren muss für ihn zugänglich und transparent sein. Aus diesem Grund ist die von vielen befragten Unternehmen geäußerte Reserve bei Bewertungsfragen sehr kritisch zu sehen. Darüber hinaus ist ein Kontrollgremium (AR), das über wesentliche Änderungen der Bewertungsmethode nicht systematisch und zeitnah informiert wird, nicht in der Lage, seine Aufgabe zu erfüllen. Taktierender Pragmatismus an dieser Stelle wird mit erheblicher Wahrscheinlichkeit zu großen, späten Anpassungssprüngen führen und so dazu beitragen, dass gesetzliche Zwänge an die Stelle der entsprechenden CG-Regeln gesetzt werden. Hier sollte der durch die Offenen Immobilienfonds zaghafte beschrittene Weg der Ausweisung von Einzelimmobilienwerten weiter gegangen werden und in einer breiten Transparenzoffensive der marktbeherrschenden deutschen Immobilienunternehmen münden. Die Asset-Klasse Immobilien kann dadurch nur gewinnen.

### 6.4 Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung

Ein wesentlicher Schwerpunkt des Kodex liegt auf dem Aspekt der Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung. Hier ist neben dem Rechnungsstandard vor allem das Vorgehen im Umgang mit Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsleistungen interessant. Ein überraschend großer Teil der Antworten zeigt, dass das bequeme und arbeitssparende Beibehalten des Wirtschaftsprüfers über lange Zeiträume eher die Regel ist. Auch die langjährige Durchführung der Prüfung durch dieselben Personen und die Verbindung von Prüfungs- und Beratungsleistungen durch denselben Dienstleister werden noch von

vielen Unternehmen praktiziert. Eine wünschenswerte Rotation zwischen verschiedenen Prüfungsunternehmen wird von den großen Wirtschaftsprüfungsunternehmen durch gezielte Lobbyarbeit verhindert und vom Gesetzgeber nur halbherzig gefordert. Die bei der ersten Prüfung erworbene, umfassende Detailkenntnis eines eingearbeiteten Wirtschaftsprüfers erfordert auch vom Auftraggeber erheblichen Aufwand, den er möglichst lange und umfassend nutzen möchte. Hier wird ein wichtiger Grund für den teilweise latenten Widerstand gegen die sinngemäße Umsetzung des Kodex deutlich: Erhöhte Sicherheit für die Stakeholder kostet die Unternehmen Zeit und Geld und bedeutet zusätzlichen Aufwand. Eine neue Person des Wirtschaftsprüfungsunternehmens oder gar ein anderes Wirtschaftsprüfungsunternehmen einzuarbeiten, ist mühsam, zeitaufwendig und damit auch teuer. Die CG-Regeln fordern von den Unternehmen hier eine höhere Prämie für einen Zugewinn an Sicherheit, den z.B. Kapitalgeber schätzen.

Der kritische Blick des Kontrollgremiums (Aufsichts-/Beirat) wird in ähnlicher Weise geschärft, wenn ein Außenstehender ohne Verantwortung im operativen Geschäft das vorgelegte Zahlenwerk prüft und Prüfungsunternehmen sowie Prüfungsschwerpunkte auswählt und festlegt. Im Kontrollgremium sollte bei Immobiliengesellschaften entsprechende Expertise vorhanden sein und den Mitgliedern ausreichende, angemessen entgeltete Zeit, aber auch aktuelle Informationen zur Verfügung stehen. Auch hier steht das Interesse am unabhängigen Ergebnis gegen den Aufwand, der zu dessen Absicherung notwendig ist.

## 6.5 Rechte der Anteilseigner und Kommunikation

Durch den Zwitterstatus der Immobilienaktie als Mischung aus Wertpapier und Immobilie, die in der Vergangenheit niedrige Bewertung von deutschen Immobilienunternehmen und deren zunehmende Kapitalmarktabhängigkeit ergeben sich für die Investor's Relations-Funktion besondere Herausforderungen. Das verstärkte Interesse angelsächsischer Beteiligungsgesellschaften an Übernahmen und Beteiligungskäufen hat in der jüngeren Vergangenheit gezeigt, dass sich auch in der Immobilienwirtschaft die Anforderungen an Investor's Relations-Manager ändern. Die Entwicklung verlangt nach einem mit Anlegern, Analysten oder Medienvertretern professionell umgehenden Fachmann, da er im Unternehmen der erste Ansprechpartner für externe Interessenten ist. Hierbei ist es wichtig, Finanzkennzahlen und Unternehmensstrategie zu einer überzeugenden „Equity Story“ zu verknüpfen. Diese

Story sollte eine regionale (auf bestimmte lokale, nationale oder internationale Immobilienmärkte bezogene) oder sektorale (verschiedene Nutzungsarten wie z.B. Büro, Wohnen, Handel etc) Fokussierung beinhalten.<sup>802</sup> Erfolgt keine Unternehmensfokussierung nach einer der genannten Methoden, „bestraft“ der Kapitalmarkt das Unternehmen meistens mit einem Abschlag auf seinen NAV.<sup>803</sup> „Wesentliche Aufgabe von Immobilien-AGs ist es daher, Wertsteigerungspotenziale, Mieten, Ertragskraft und Qualität der Immobiliensubstanz transparent zu machen.“<sup>804</sup> Hierbei kommen, insbesondere in den Augen angelsächsischer Investoren, dem NAV<sup>805</sup> und cash-flow-orientierten Kennzahlen<sup>806</sup> besondere Bedeutung zu. Investor's Relations hat hier die Aufgabe, ein umfassendes Bild des Werts des Immobilienbestandes zu zeichnen und das Potenzial nachhaltig erwirtschaftbarer Cash-flows zur Stärkung des Kerngeschäfts aufzuzeigen.<sup>807</sup> Dies bedeutet, dass ein Investor's Relations-Manager souverän Kennzahlen, Unternehmensstrategie, Mitbewerberumfeld und relevante Gesetze bzw. Gesetzesinitiativen beherrschen muss.<sup>808</sup>

Einen wichtigen Beitrag zur Professionalisierung der Kapitalmarktkommunikation deutscher Immobilienkapitalgesellschaften haben die Best-Practice-Recommendations der EPRA geleistet.<sup>809</sup> Sie zeigen dem IR-Manager, welche Informationen der Kapitalmarkt von einer Immobilienkapitalgesellschaft erwartet.<sup>810</sup>

## 6.6 Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat ist nach deutschem Recht einerseits in eine zunehmend stärker betonte Kontrollfunktion gestellt. Andererseits ist ihm ein aktives Eingreifen in das operative Geschäft verwehrt. Die Praxis der vergangenen Jahrzehnte hat Aufsichtsräten ein eher

<sup>802</sup> Erfolgreiche Beispiele für einen nationalen Player, der in allen Nutzungsarten aktiv ist, sind die französische Unibail oder die British Land. Als erfolgreiche Beispiele für einen internationalen Player mit der Fokussierung auf eine Nutzungsart können die deutsche IVG Immobilien AG (überwiegend Büro) und die niederländische Rodamco (Handel) genannt werden.

<sup>803</sup> Vgl. Breuer (2004), B4.

<sup>804</sup> Breuer (2004), B4.

<sup>805</sup> Siehe Kapitel 4.2.1.2.2.

<sup>806</sup> Der Cash-Flow bietet Analysten die Möglichkeit, Immobilienaktien auch mit Aktien anderer Branchen zu vergleichen, um somit nicht nur immobilienorientierte sondern auch allgemeine Investoren von einem Investment in Immobilienaktien zu überzeugen.

<sup>807</sup> Vgl. Breuer (2004), B4.

<sup>808</sup> Der Deutsche Investor Relations Kreis (DIRK) bietet in diesem Zusammenhang ein sechs-monatiges, berufsbegleitendes Weiterbildungsangebot an, das spezifisch und umfassend auf die Belange von IR-Managern eingeht. Dieses Programm ist bislang das einzige seiner Art in Deutschland, vgl. <http://www.dirk.org/sw1659.asp>.

<sup>809</sup> Siehe Kapitel 4.2.5.

<sup>810</sup> Vgl. Breuer (2004), B4.



als Ehrenamt verstandenes nebenberufliches Engagement zugewiesen, für das eine feste Vergütung vorgesehen ist.

Mit den höheren Anforderungen an die Kontrollfunktion des AR und Erweiterung des Aufsichtsratsgremiums durch verschiedene, für dessen Arbeit und das Unternehmenswohl wichtige Ausschüsse (Prüfungsausschuss/Audit Committee, Personal), verschieben sich Aufgaben und Selbstverständnis des Aufsichtsrats immer mehr in Richtung einer aktiven Kontrollinstanz, deren Informations- und Zeitbedarf dadurch allerdings deutlich höher wird.

In dieser verantwortungsvolleren und gestärkten Rolle und vor dem Hintergrund, dass der Aufsichtsrat ein breiteres Aufgabenspektrum als in der Vergangenheit abdecken soll, kann die Auswahl der Aufsichtsratsmitglieder ein wichtiger Beitrag zur Einbindung wichtiger Share- bzw. Stakeholder sein. Sicher wird die Entscheidungsfindung in solchen breiter und sachkundig besetzten Aufsichtsräten langwieriger und aufwendiger sein. Jedoch sollte das durch einen transparenten Meinungsbildungsprozess erzeugte Vertrauen nicht nur die AR-Beiträge wertvoller und wirksamer machen, sondern mittelbar auch zu einem stabilen Unternehmenskurs und höheren Unternehmenswert beitragen.

Die vielfach empfohlene Verlagerung von immer weiteren Aufgabenbereichen in spezielle Ausschüsse kann taktisch klug sein, um fachliche Tiefe zu gewinnen oder auch einen zu starken, lähmenden Einfluß spezifischer Stakeholderinteressen auf die Entscheidungsfindung zu verringern. Generell leistet diese Entwicklung jedoch einer Verkrustung und Bürokratisierung der AR-Arbeit Vorschub.

Die vom Aufsichtsrat verlangte qualifiziertere und in Zukunft noch auch stärker verantwortete Arbeit (Haftung!) erfordert eine dafür geeignete Mischung von Fachleuten, die selbst ausreichend Zeit und Engagement in diese Aufgabe einbringen (und nicht nur Ausschüsse beauftragen). Das bisherige Vergütungsmodell und das Verständnis der Aufgabe als ruhige, ehrenvolle Nebentätigkeit passen dann allerdings nicht mehr auf diesen neuen Typ von AR.

Die heute bindenden Vorgaben des AktG erschweren eine dem Sinn nach von den jüngsten Veränderungen gewollte Annäherung der Kontrollinstanz AR an die Entscheidungen im und die Informationen aus dem laufenden Geschäft. Die Übermacht der angelsächsischen Finanzwelt und deren einfachere Strukturierung werden jedoch zunehmenden Druck auf die spezifische Organisation der deutschen Kapitalgesellschaften ausüben. Diese stetig wachsende Kraft wirkt mit vielerlei

Zwängen auf ein geeignetes, einstufiges Vorstands/Kontrollsystem auch in Deutschland hin. Ein zunehmender Druck hin zu einer Angleichung der Verhaltensweisen aller deutschen Kapitalgesellschaften (AG bzw. GmbH) wird zudem von Basel II ausgehen. Die Kapitalmärkte werden die gleichen Anforderungen an Verhalten und Transparenz unabhängig von der Unternehmensform stellen und so auch ähnliche Verhaltensweisen erzwingen.

Die Ergebnisse der Umfrage zeigen, dass viele Unternehmen im Hinblick auf die grundsätzlich als richtig und notwendig erkannten CG-Anforderungen noch taktisch reagieren und deshalb dazu neigen, die für ihre Geschäftstätigkeit positiven Aspekte zu nutzen, ohne selbst die entsprechenden Verpflichtungen anzuerkennen und auch zu leben. Dies ist ein verständlicher Übergangszustand, dessen Dauer allerdings nicht überdehnt werden darf.

Angesichts des erheblichen öffentlichen Interesses an CG-Fragen und dem im Kodex beschriebenen, transparenten Verhalten, lastet Handlungsdruck auch auf den politischen Parteien. Die von der Politik nachdrücklich unterstützten Kodex-Initiativen müssen von den betreffenden Branchen angenommen und verbindlich gelebt werden. Alternativ werden aus den Regeln des Kodex Gesetze, deren Auslegung den betroffenen Parteien nur noch wenig Spielraum lässt und deren Paragraphen dann strafbewehrt eingefordert werden können.

Die Tendenz, einvernehmliche Regelungen anstelle von gesetzlichen Regelungen zu suchen, begünstigt heute die Durchsetzbarkeit von wirtschaftlich vernünftigen Kompromissen, die eine Antwort sind auf die, nach deutschem Empfinden bisweilen zu starken Entkopplung von wirtschaftlicher und politischer Verantwortung im angelsächsischen Umfeld. Auf Basis der im Grundgesetz festgeschriebenen Sozialverpflichtung des Eigentums kann die Politik unsensiblen Exzessen finanztechnischer Dominanz gerade im lokal gebundenen Immobilienmarkt z.B. durch die Errichtung von verwaltungstechnischen Hürden nachhaltige Mäßigung verordnen.

Es wurde aufgezeigt, dass das deutsche Governance-System in den letzten Jahren einen erheblichen Wandel durchlebt hat und dass es sich auch weiterhin in einer Umstrukturierung befindet. Die durch den deutschen Corporate Governance Kodex vollzogene Annäherung des deutschen an das us-amerikanische Governance-System, variable, aktienkursabhängige Vergütungskomponenten, konkretere Anforderungen an die Kontrollinstanz sowie eine intensivere Zusammenarbeit zwischen den Unternehmensorganen, hat Veränderungen angestoßen. Das zurzeit in Deutschland

praktizierte gemischte Governance-System versucht zwar, das Beste aus beiden Welten zu vereinen. Die Antworten vieler Unternehmen in dieser Umfrage deuten aber darauf hin, dass die Unternehmensorgane sich nur langsam bewegen, um diesen Rahmen auszufüllen. Einer mangelhaften Informationsbreite und -tiefe für den AR steht z.B. zwar eine gewinnorientierte variable Vergütung, aber eine unklare bis inexistenten Haftungsregelung gegenüber.

Wesentliche Voraussetzungen für eine Annäherung an das angelsächsische Board-System wie z.B. die Einschränkung der Mitbestimmung, ein ausreichend liquider Kapitalmarkt sowie die Präferenz der Eigenfinanzierung können in Deutschland in absehbarer Zeit wohl nicht realisiert werden und lassen deshalb auch in Zukunft nur eine schwach ausgeprägte Veränderungsbereitschaft erwarten.<sup>811</sup> Allerdings sollte auch der Druck nicht unterschätzt werden, der von einflussreichen institutionellen Investoren und Investmentbanken ausgeht und der auf eine reine Shareholder-Orientierung auch in Deutschland drängt.

Wie der Deutsche Corporate Governance Kodex zeigt, kann die Übernahme von us-amerikanischen Governance-Merkmalen aber auch ein Schritt sein auf dem Weg hin zu einer europäischen Stakeholder-orientierten Governance-Struktur. Für eine solche Stakeholder-Ausprägung sind folgende Formen denkbar:

- Bildung eines Beirats, der keine Entscheidungsbefugnisse hat, dem aber Vertreter der wichtigen Stakeholder angehören. Dieser Beirat diskutiert die Unternehmenspolitik mit dem Vorstand (schwach institutionalisierter Stakeholder Value Ansatz).<sup>812</sup> Mit dieser Lösung mag sich zwar die Informationsasymmetrie verringern. Dieser Beirat kann aber nur begrenzten Druck ohne echte Kontroll- und Entscheidungsrechte auf das Management ausüben.
- Mitsprache- und Entscheidungsrecht für die Vertreter ausgewählter Stakeholder in den Leitungs- und Kontrollgremien des Unternehmens (institutionalisierter Stakeholder Value-Ansatz).

---

<sup>811</sup> Vgl. Interview Weber.

<sup>812</sup> Vgl. Witt (2004), S. 53.

Für die Umsetzung des „schwach institutionalisierten Stakeholderansatzes“ stehen die Rahmenbedingungen mit der Institution des Aufsichtsrats bzw. Beirats bereit. Fortschrittliche Unternehmen nutzen die Besetzung dieser Gremien nicht nur als Ehrenämter verdienter Mitarbeiter oder als Kontrollfunktionen wichtiger Anteilseigner, sondern suchen aktiv nach unabhängigem fachlichem und wirtschaftlichem Sachverstand. Hierdurch wird nicht nur der Routine wenig hilfreicher „Old Boys-Clubs“ vorgebeugt, ein breiter aufgestellter Aufsichts-/Beirat kann losgelöst vom Tagesgeschäft grundsätzliche Fragen aufwerfen und Fehlentwicklungen besser identifizieren als ein aufgrund seiner Herkunft eher „betriebsblinder“ Gremium. Allerdings sind die heutigen, in der Regel eher für einen „Old Boys-Club“ gedachten finanziellen Rahmenbedingungen für Experten mit Erfahrung und „Biss“ gewöhnlich wenig attraktiv. Deshalb sollte eine solche Tätigkeit den, auch nach dem Immobilien-Kodex deutlich angehobenen Erwartungen und auch dem eingesetzten Aufwand gemäß ausgestattet werden. Der „schwach institutionalisierte Stakeholderansatz“ würde über die Einrichtung eines breiter aufgestellten, beratendem Betriebsrats auch einen Ausweg aus der isolierenden deutschen Mitbestimmungsregelung im Aufsichtsrat eröffnen.

Die praktische Umsetzung des „institutionalisierten Stakeholder Value-Ansatz“ bildet dagegen eine weit höhere Hürde. Vor Umsetzung dieses Modells wären eine Reihe von Rollen zu modifizieren. Hierzu gehören das Verhältnis dieses Gremiums zum Vorstand und dessen heutige vollständige Verantwortung für das operative Geschäft. Gerne wird hier die Mitbestimmung in deutschen Aufsichtsräten als prinzipielles Hindernis für jede Weiterentwicklung dieser Diskussion angeführt. Allerdings muss hierzu angemerkt werden, dass die heutige Form der deutschen Mitbestimmung bisher weder unternehmerische Entscheidungen, noch auch offensichtliche Fehlentwicklungen in merklichem Umfang verhindert hat. Stakeholder-Einfluss kann auch Einbindung der Arbeitnehmer eines Unternehmens bedeuten, was der angestrebten Kontrolle, Transparenz und Leistungsfähigkeit eines Unternehmens nicht unbedingt abträglich sein muss. Die Sicht der Kapitalgeber- und Mitarbeitervertreter in einem Aufsichts- und Kontrollgremium können in der angestrebten breiten Sicht auf das Potenzial eines Unternehmens wichtige Beiträge leisten und ein gemeinsames Aufgabenverständnis fördern. Dieser Sicht und einem solchen Kompromiss widerspricht jedoch das tiefe Misstrauen ausländischer Investoren gegenüber jeder Art von Mitbestimmung der Arbeitnehmerseite.

Aber auch das angelsächsische Board-System mit dem einem überaus handlungsfähigen Vorstandsvorsitzenden und dem mit erheblicher Machtfülle ausgestatteten Board of Directors ist in Bewegung geraten. So ist die in der Vergangenheit häufige Personalunion von CEO und Vorsitzendem des Boards mittlerweile nicht mehr die Regel, wodurch ein wirksames Kontrollsystem wieder hergestellt wird. Angesichts der allgemeinen, globalen Tendenz hin zu einem System von operativ agierendem Vorstand und kontrollierendem Board/Aufsichtsrat/Beirat ist ein Verharren im heutigen System des AktG in Deutschland keine erfolversprechende Option mehr. Es besteht aber die Chance, Elemente aus guten historischen Erfahrungen sowie die Anforderungen des Corporate Governance-Kodex mit Elementen des angelsächsischen Board-Modell zu verbinden.

In privaten Gesprächen mit den Praktiker unterhalb der Führungsebene der Unternehmen machen sich deren CG-Bedenken Luft: Sie weisen darauf hin, dass CG-Maßnahmen in der Praxis mach- und umsetzbar sein müssen und auch darauf, dass ein Unternehmen bei Beachtung des Kodex noch ausreichend rasch und entschieden handlungsfähig sein muss. Der dann auch immer kommende, relativierende Verweis auf menschliche Schwächen ist jedoch ein starkes Argument zur nachhaltigen Unterstützung der CG-Initiativen und deren konsequenter Umsetzung.

Es bleibt abzuwarten, wie sich die Entwicklung der CG in der deutschen Immobilienwirtschaft weiter gestaltet. Mit dem Kodex ist der Rahmen für eine weitere Verbesserung der CG in Deutschland gelegt. Es scheint, als ob dem in der Empirie festgestellten Wunsch der befragten Unternehmen zur Verbesserung der CG nun auch Taten folgen. Sollte eine Bündelung der immobilienwirtschaftlichen Interessen in Deutschland gelingen, dürfte der Branche und der Initiative Corporate Governance Modellcharakter für andere Branchen in Deutschland und vielleicht auch in Europa zukommen.<sup>813</sup>

---

<sup>813</sup> Vgl. Interview Weber.

## Literaturverzeichnis

Abromeit-Kremser, B. (1986): Offene Immobilieninvestmentfonds – Betriebswirtschaftliche Aspekte ihres Managements, Wien 1986, aus der Festschrift 10 Jahre Immoaka, S. 45.

Aguilera, R. V./Jackson, G. (2003): The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants, in: Academy of Management Review, 28. Jg. 2003, S. 1345-1365.

Akerlof, G. A. (1970): The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, Nr. 3/1970, S. 488-500.

Alchian, A. A./Demsetz, H. (1972): Production, Information Costs and Economic Organization, in: American Economic Review, Vol. 62, Nr. 5/1972, S. 777-795.

Alda, W. (2004): Die Aufgaben des Sachverständigenausschusses, in: Immobilien & Finanzierung, Der Langfristige Kredit, 55. Jg, 2. Ausgabe April 2004, Heft 8/2004, Frankfurt am Main, S. 254-255.

Amann, K. (1995): Unternehmensführung: strategisches und operatives Management, Stuttgart 1995.

Arrow, K. J. (1969): The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market versus Non Market Allocation, in; The Analysis and Evaluation of Public Expenditures: The PBB-System, Joint Economic Committee, 91st Congress, 1st Session, Bd. 1, Washington, DC 1969.

Arrow, K. J. (1985): The economics of agency, in: Pratt, J./Zeckhauser, R. (Hrsg.), Prinzipals and agents: the structure of business, Boston 1985, S. 37-51.

Assmann, H.-D. (1995): Corporate Governance, in: Die Aktiengesellschaft, 40. Jg. (1995), S. 289-290.

Assmann, H.-D. (1999): Ad-hoc-Publizität, in: Assmann, H.-D./Schneider, U. H. (Hrsg.): Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, 2. Auflage (1999), München.

Atteslander, P. (1985): Methoden der empirischen Sozialforschung, 5., völlig neu bearbeitete und erweiterte Auflage, Berlin/New York 1985.

Audretsch, D. B./Weigand, J. (2001): Corporate Governance, in: Jost, P.-J. (Hrsg.): Die Spieltheorie in der Betriebswirtschaftslehre, Stuttgart 2001, S. 83-134.

Backhaus et al. (2003): Multivariate Analysemethoden – eine anwendungsorientierte Einführung, 10., überarbeitet und erweiterte Auflage, Berlin u.a., 2003.

Baeuchle, C. (2003): Vertrauen ist gut – Kontrolle ist besser, in: Gebäude Management, Heft 4, 2003, S. 35.

Baliga, B. R. et al (1996): CEO duality and firm performance: what's the fuss? In: Strategic Management Journal, 17. Jg. 1996, S. 41-53.

Bassen, A. (2002): Institutionelle Investoren und Corporate Governance – Analyse der Einflussnahme unter besonderer Berücksichtigung börsennotierter Wachstumsunternehmen, Habilitationsschrift, Wiesbaden 2002.

Bassen, A./Böcking, H.-J./Loistl, O./Strenger, C. (2000a): Scorecard for German Corporate Governance – A Standard DVFA Evaluation Method for Corporate Governance of Quoted German Companies, in: DVFA (Hrsg.): Scorecard for German Corporate Governance – Standard DVFA Evaluation Method for CG, Dreieich, Version 1.1, Juli 2000, S. 3-8.

Bassen, A./Böcking, H.-J./Loistl, O./Strenger, C. (2000b): Die Analyse von Unternehmen mit der „Scorecard for German Corporate Governance“, in: Finanz Betrieb, 2. Jg. (2000), S. 693-698.

Baums, Z. (1996): Corporate Governance Systems in Europe – Differences and Tendencies of Convergence – Crawford Lecture, in: Working Paper Series 7/96 Universität Osnabrück, S. 1-95.

Baums, T. (Hrsg.) (2001): Bericht der Regierungskommission Corporate Governance: Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts, Köln 2001.

Baums, T./Fraune, C. (1995): Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung, in: AG 1995, S. 97-123.

Baur, J. (1997): Investmentgesetze: Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) und Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge ausländischer Investmentanteilen, Kommentar, 2., völlig neu bearbeitet und erweiterte Auflage, Berlin u.a., 1997, S. 1-1958.

Berekoven, L./Eckert, W./Ellenrieder (2001): Marktforschung – Methodische Grundlagen und praktische Anwendung, 9., überarbeitete Auflage, Wiesbaden 2001.

Berenbeim, R. (1996): Corporate boards come of age: the push for self examination, in: Corporate Governance – An International Review, 4. Jg. 1996, S. 45-47.

Berle, A./Means, G. (1932): The Modern Corporation and Private Property, New York 1932.

Berle, A. A./Means, G. C.(1967): The modern corporation and private property, New York 1967

Berrar, C. (2001): Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich, Diss., München 2001, Band 174 der Reihe Wirtschaftsrecht und Wirtschaftspolitik, Mestmäcker, E.-J./Möschel, W./Streit M. E. (Hrsg.).

Blair, M. M. (1995): Ownership and control, Rethinking corporate governance for the twenty-first century, Washington D. C. 1995.



Blair, M. M. (1998): For whom should corporations be run?: an economic rationale for stakeholder management, in: Long Range Planning, 31. Jg. 1998, S. 195-200.

Bleicher, K. (1987): Der Aufsichtsrat im Wandel, Gütersloh 1987.

Bleymüller, J./Gehlert, G./Gülicher, H. (2002): Statistik für Wirtschaftswissenschaftler, 13., überarbeitete Auflage, München 2004.

Boehmer, E. (1999): Corporate Governance in Germany: Institutional Background and Empirical Results, in: Arbeitspapier Nr. 78 Universität Frankfurt am Main, 1999, S. 1-52.

Boetcher, E. et al. (1968): Unternehmensverfassung als gesellschaftspolitische Forderung, Berlin 1968.

Böhler, H. (1992): Marktforschung, 2. Auflage, Stuttgart u.a. 1992.

Bomke, B. (2005): Immobilienwirtschaft und Politik – „Eine Einigung ist gar nicht gewollt“, in: Immobilien Zeitung vom 14. Juli 2005, Nr. 15, S. 2.

Bone-Winkel, S. (1994): Das strategische Management von offenen Immobilienfonds – unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 1, Köln 1994.

Bone-Winkel, S. (1996): Immobilienanlageprodukte in Deutschland, in: Die Bank, 1996, Heft 11, S. 670-677.

Bone-Winkel, S./Schulte, K.-W./Sotelo, R. (2005): Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München, Wien 2005, S. 687-710.

Borner, H. (1997): Die Regulierung des Kapitalmarktes im Lichte der mikroökonomischen Theorie der Firma unter besonderer Berücksichtigung des Schweizer Takeover-Marktes, Diss., Bamberg 1997.

Bortz, J./Döring, W. (2002): Forschungsmethoden und Evaluation für Human- und Sozialwissenschaftler, 3. Auflage, Berlin et al. 2002.

Bortz, J. (1999): Statistik für Sozialwissenschaftler, 5., vollständig überarbeitete Auflage, Berlin et al. 1999.

Bosl, K. (1973): Staat, Gesellschaft, Wirtschaft im deutschen Mittelalter, München 1973.

Böckli, P. (2003): Konvergenz: Annäherung des monistischen und des dualistischen Führungs- und Aufsichtssystems, in: Hommerhoff, P./Hopt, K. J./v. Werder, A. (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, Stuttgart 2003, S. 201-222.

Böhm, J. (1992): Der Einfluß der Banken auf Großunternehmen, Berlin 1992.

Breid, V. (1995): Aussagefähigkeit agencytheoretischer Ansätze im Hinblick auf die Verhaltenssteuerung von Entscheidungsträgern, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung, 47. Jg, Nr. 9/1995, S. 821-854.

Breuer, W. (2004): Immobilienaktien stellen besondere Anforderungen an die IR, in: Börsenzeitung vom 15. Mai 2004, Nr. 94, Sonderbeilage, B4.

Brunner, D. (1994): Sind die Wertansätze von Immobilien über jeden Zweifel erhaben?, in: Der langfristige Kredit, 1994, Nr. 13, S. 462-463.

Bühner, R. (1990): Das Management-Wert-Konzept, Strategien zur Schaffung von mehr Wert im Unternehmen, Stuttgart 1990.

Busse v. Colbe, W. et al (2000): Ergebnis je Aktie nach DVFA/SG, 3. grundlegend überarbeitete Auflage, Stuttgart 2000.

BVI (2003): Gesetz zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen (Investmentmodernisierungsgesetz), Frankfurt 2003.

BVI (2004a): Jahrbuch 2004, Frankfurt 2004.

BVI (2004b): Wohlverhaltensregeln, in der Fassung vom 15. Januar 2004, Frankfurt 2004, abgerufen unter: [www.bvi.de/wohlverhaltensregeln](http://www.bvi.de/wohlverhaltensregeln).

BVI (2004c): Offene Immobilienfonds minimieren das Anlagerisiko durch breite Risikostreuung, erschienen 28. April 2004, Frankfurt am Main, abgerufen unter [www.bvi.de/downloads/pm280404.pdf](http://www.bvi.de/downloads/pm280404.pdf) am 1. Juni 2004, 2 Seiten.

BVI (2004d): Erklärung des BVI Bundesverbandes Investment und Asset Management e.V. zur Basis der Zusammenarbeit mit der Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft e.V., vom 25. Februar 2004, Frankfurt am Main, abgerufen unter <http://www.immo-initiative.de/kodex/kag.shtml> am 1. Juni 2004, 2 Seiten.

BVI (2005): Anlagen zur Pressemitteilung vom 25. November 2005, BVI-Untersuchung zeigt jungen Objektbestand bei Offenen Immobilienfonds, erschienen 25. November 2005, Frankfurt am Main, abgerufen unter [http://www.presseraum-offene-immobilienfonds.bvi.de/export/sites/vpr/de/presseinformationen/archiv/pm2005/bvi\\_25112005/pm251105\\_bvi.pdf](http://www.presseraum-offene-immobilienfonds.bvi.de/export/sites/vpr/de/presseinformationen/archiv/pm2005/bvi_25112005/pm251105_bvi.pdf) am 4. Dezember 2006, 5 Graphiken.

BVI (2006): Übersicht über die Anzahl, das Fondsvermögen und Mittelaufkommen nach Investmentgesellschaften bzw. -gruppen per 3. Quartal 2006, vom 31. Oktober 2006, Frankfurt am Main, abgerufen unter [http://www.bvi.de/de/statistikwelt/fondsstatistiken/db\\_abfragen/fondsvermoegen.html](http://www.bvi.de/de/statistikwelt/fondsstatistiken/db_abfragen/fondsvermoegen.html) am 4. Dezember 2006, 1 Seite.

Cadmus, A. (2000): Zur Bewertung von Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Finanzbetrieb 2/2000, S. 96-106.

Charreaux, G./Desbrières, P. (2001): Corporate governance: stakeholder value versus shareholder value, in: *Journal of Management and Governance*, 5. Jg. 2001, S. 107-128.

Clarkson, M. B. E. (1995): A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance, in: *Academy of Management Review*, 20. Jg. 1995, S. 92-117.

Claussen, C. P./ Bröcker N. (2002): Der Corporate Governance-Kodex aus der Perspektive der kleinen und mittleren Börsen-AG, in: *DER BETRIEB*, Heft 23 vom 7. Juni 2002, Seiten 1199-1206.

Coase, R. (1937): The Nature of the Firm, in *Economica* (1937), S. 386-405.

Coase, R. (1998): The New Institutional Economics, in: *American Economic Review*, Vol. 88, Nr. 2/1998, S. 72-75.

Cohen, S. (1996): Who are the stakeholders? What difference does it make? In: *Business & Professional Ethics Journal*, 15. Jg. 1996, Nr. 2, S. 3-18.

Conger, J. A./Finegold, D./Lawler, E. E. (1998): Appraising boardroom performance, in: *Havard Business Review*, 76. Jg. 1998, Heft 1, S. 136-148.

Coombes, P./Watson, M. (2000): Three surveys on corporate governance, in: *The McKinsey Quarterly*, Heft 4, 2000, S. 74-77.

Dalton, D. R. et al. (2003): Meta-analysis of financial performance and equity: fusion or confusion?, in: *Academy of Management Journal*, 46. Jg. 2003, S. 13-26.

Delingat, A. (1996): Unternehmensübernahmen und Agency-Theorie – Konflikte zwischen Management, Aktionären und Fremdkapitalgebern um Verfügungsrechte über Ressourcen, Diss., Köln 1996.

DeLisle, J. R. (o.J.): Real Estate: A Distinct Asset Class or an Industry Sector?, Atlanta o.J.

Demb, A./Neubauer, F.-F. (1992): The corporate board – Confronting the paradoxes, New York/Oxford 1992.

Demsetz, H./Lehn, K. (1985): The Structures of Corporate Ownership: Causes and Consequences, in: Journal of Political Economy, Vol. 93, Nr. 6/1985, S. 1155-1177.

Demsetz, H. (1990): Ownership, Control, and the Firm, Oxford/Cambridge 1990.

Diederichs, C. J. (1994): Grundlagen der Projektentwicklung/Teil 1, in: Bauwirtschaft, 1994, Heft 11, S. 43-49.

Diederichs, C. J. (1999): Führungswissen für Bau- und Immobilienfachleute – Bauwirtschaft, Unternehmensführung, Immobilienmanagement, Privates Baurecht, Berlin 1999.

Dildei, N. (2006): Leitsätze zur Immobilienbewertung als Teil der immobilienpezifischen Ergänzungen des Corporate-Governance-Kodexes, in: ZIÖ, Nr. 1/2006, S. 26-45.

Donaldson, T./Preston, L. E. (1995): The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications, in: Academy of Management Review, 20. Jg. 1995, S. 65-91.

Doralt, P. (2004): Haftung und Schadensersatz, in: Arbeitshandbuch für Aufsichtsratsmitglieder, Semler, J./v. Schenck, K. (Hrsg.), 2. Aufl., München 2004, S. 789-842.

Dreher, M. (1996): Die Organisation des Aufsichtsrates, in: Corporate Governance, Feddersen, D./Hommelhoff, P./Schneider, U. H. (Hrsg.), Köln 1996, S. 33f.

Drobetz, W./Schillhofer, A./Zimmermann, H. (2002): Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany, Arbeitspapier der Otto Beisheim Graduate School of Management (WHU), November 2002.

Drost, F. M. (2005): SPD-Politiker fordern den gläsernen Manager, in: Handelsblatt Nr. 14 vom 20. Januar 2005, S. 3.

DVFA (2000): Die Methodenkommission informiert 2/00, Frankfurt 2000.

DWS (2001): European Corporate Governance Ranking Report – Euro STOXX 50, Frankfurt 2001.

Eberhardt, S. (1998): Wertorientierte Unternehmensführung – der modifizierte Stakeholder-Value-Ansatz, Wiesbaden 1998.

Eekhoff, J. (2006): Wohnungs- und Bodenmarkt, 2., neu bearbeitete Auflage, Tübingen 2006, S. 45.

Ehrlich, J. (2005): Stil statt Tamtam, in: Immobilienwirtschaft, Ausgabe 09/2005, S. 10.

Eisenhardt, K. M. (1989): Agency Theory: An Assessment and Review, in: Academy Management Review, Vol. 14, 1989, S. 57-74.

Emmons, W. R./Schmidt, F. A. (2000): Corporate governance and corporate performance, in: Cohen, S. S./Boyd, G. (Hrsg.): Corporate governance and globalization – Long Range Planning Issues, Cheltenham, UK/Northampton, MA 2000, S. 59-94.

EPRA (2001): Best Practices Policy Recommendations, in: EPRA News, Special Issue, Schiphol, January 2004, Heruntergeladen von: <http://www.epra.com/privatedata/Uploads/Home/BPR%20Final.PDF>, Abrufdatum 5.2.2004.

Erlei, M./Leschke M./Sauerland D. (1999): Neue Institutionenökonomik, Stuttgart 1999.

Esch, W. (2005): Teure Gärten in Tokyo, in: Die ZEIT, Nr.22 vom 25.05.05, S.44.

Etzioni, A. (1975): A comparative analysis of complex organizations: on power, involvement, and their correlates, New York 1975.

Fallgatter, M. J. (2004): Geld zieht nicht, in: Harvard Business manager, August 2004, S. 98-101.

Fama, E. F. (1980): Agency problems and the theory of the firm, in: Journal of Political Economy, Vol. 88, Nr.2/1980, S. 288-307.

Fama, E. F./Jensen, M. C. (1983): Separation of ownership and control, in: Journal of Law and Economics, 26. Jg. 1983, S. 301-325.

Feudner, B. W. (1999): Zur arbeitsrechtlichen Wertigkeit des „Shareholder Value“, in: Der Betrieb, 52. Jg. 1999, S. 742-745.

Fey, G. (1995): Corporate Governance. Unternehmensüberwachung deutscher Aktiengesellschaften, in: Deutsches Steuerrecht, 34. Jg. (1995), S. 1320-1327.

Fleck, H.-J. (1991): Eigengeschäfte eines Aufsichtsratsmitglieds, in: Kübler, F./Mertens, H.-J./ Werner, K. (Hrsg.): Festschrift Heinsius, München 1991.

Forster, K.-H. (1999): Zum Zusammenspiel von Aufsichtsrat und Abschlussprüfer nach dem KonTraG, in: AG 1999, S. 193 f.

Frei, P. (1999): Offene Immobilienfonds, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 18.05.1999, S. B5.

Fritsch, M./Wein, T./Ewers, H. J. (1993): Marktversagen und Wirtschaftspolitik, Mikroökonomische Grundlagen staatlichen Handelns, München 1993, S. 5.

Frey, B. S./Osterloh, M. (1997): Sanktionen oder Seelenmassage? – Motivationale Grundlagen der Unternehmensführung, in: Die Betriebswirtschaft, 57. Jg. 1997, S. 307-321.

Gaulke, J. (1997): Der Klub der Kontrolleure – Das Versagen der deutschen Aufsichtsräte, München 1997.

Gerhard, J. (2003): Immobilienportfoliomanagement mit Immobilienindex-Derivaten – Eine kritische Analyse und Bewertung der Einsatzmöglichkeiten immobilienindexbasierter Finanzinstrumente auf dem deutschen Markt, in: Schriften zur Immobilienökonomie, Band 24, Schulte, K.-W. (Hrsg.), Köln 2003.

Gerum, E. (1992): Unternehmensverfassung, in: Frese, E. (Hrsg.), Handwörterbuch der Organisation, 3. Auflage, Stuttgart 1992, Sp. 2480-2502.

Ghoshal, S./Moran, P. (1996): Bad for practice: a critique of transaction cost theory, in: Academy of Management Review, 21. Jg. 1996, S. 13-47.

gif, Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. (Hrsg.): Richtlinie zur Berechnung der Mietfläche für Büroräume (MF-B), Oestrich-Winkel, 1996.

Göbel, E. (2002): Neue Institutionenökonomik, Stuttgart 2002.

Götz, H. (1995): Die Überwachung der Aktiengesellschaft im Lichte der jüngeren Unternehmenskrisen, in AG 1995, S. 337f.

Goldberg, V. P. (1980): Relational exchange – Economics and complex contracts, in: American Behavioral Scientist, 23. Jg., 1980, S. 337-352.

Grossman, S. J./Hart, O. D. (1986): The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration, in: Journal of Political Economy, 94. Jg. 1986, S. 691-719.

Grundsatzkommission Corporate Governance (2000a): Corporate Governance Grundsätze für börsennotierte Unternehmen, Frankfurt 2000.

Gugler, K. (Hrsg.) (2001): Corporate governance and economic performance, Oxford 2001.



Haritz, D. (2001): Kapitalgesellschaften werden künftig vermehrt als Träger von Immobilieninvestitionen eingesetzt, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 19.01.2001.

Hart, O. D. (1988): Incomplete contracts and the theory of the firm, in: Journal of Law, Economics, and Organization, 4. Jg. 1988, S. 119-139.

Hart, O. D./Moore J. (1988): Incomplete contracts and renegotiation, in: Econometrica, 56. Jg. 1988, S. 755-785.

Haub, C. (1998): Erfolgchancen einer Ausgliederung des Immobilienbereichs in eine börsennotierte Aktiengesellschaft und deren Steuerung mit dem Shareholder Value-Konzept, in: Schulte, K.-W./Schäfers, W. (Hrsg.), Shareholder Value und Immobilien, Köln 1998, S. 123-202.

Heidrick and Struggles International (1999): Is your Board Fit for the Global Challenge? Corporate Governance in Europe, London 1999.

Heidrick and Struggles International (2001): Is your Board Fit for the Global Challenge? Corporate Governance in Europe, London 2001.

Helbig, C. (2003): Aufsichtsratsvergütung bei deutschen börsennotierten Unternehmen, in: von Rosen, R. (Hrsg.), Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 20, 1. Auflage, Frankfurt am Main, Januar 2003.

Helmer, S. (1997): Die vermögensverwaltende Immobilien-KG mit Genussschein – Ein kapitalmarktorientierter Ansatz zur Lösung der Bewertungsproblematik offener Immobilienfonds, Frankfurt am Main u.a., 1997, S.1-530.

Hennes, M. (1999): Der äußerst korrekte Bankier, in: Handelsblatt Nr. 240 vom 10. Dezember 1999, S. 30.

Hennings, G. (2000): Immobilienökonomie – ein innovatives Lehr- und Forschungskonzept?, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), 10 Jahre ebs IMMOBILIEN-  
AKADEMIE, Festschrift, Frankfurt am Main, 2000, S. 48-57.

Herrmann, M. (2002): Refinanzierung von Hypothekarkrediten durch Mortgage-  
Backed-Securities (MBS), in: Handbuch Immobilien-Banking - Von der traditionellen  
Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Schulte, K.-W. et al.  
(Hrsg.), Köln, 2002, S. 175-198.

Heuer, J. H. B./Nordalm, V. (2001): Die Wohnungsmärkte im gesamtwirtschaftlichen  
Gefüge, in: Jenkins, H. W. (Hrsg.): Kompendium der Wohnungswirtschaft, 4., ergänzte  
Auflage, München/Wien 2001, S. 23-41.

Heusinger v., R. (2005): Zäune für die Zeit, in: Die ZEIT, Nr.22 vom 25.05.05, S.37.

Hill, C. W./Jones, T. M. (1992): Stakeholder-agency theory, in: Journal of Management  
Studies, 29. Jg. 1992, S. 131-154.

Höffner, J. (1941): Wirtschaftsethik und Monopole in 15. und 16.Jahrhundert, Stuttgart  
1941.

Hoffmann, D. (1994): Der Aufsichtsrat, 3. Auflage, München 1994.

Hoffmann-Becking, M. (1988): Münchner Handbuch des Gesellschaftsrecht, Band 4,  
Aktiengesellschaft, München 1988.

Hofmann, R./Hofmann, I. (1998): Corporate Governance - Überwachungseffizienz und  
Führungskompetenz in Kapitalgesellschaften, München 1998.

Hofmann, S (1999): Zweifel an der Altlasten-Theorie, in: Handelsblatt Nr. 245 vom 17.  
Dezember 1999, S. 16.

Holzner, P. (2000): Zur Kritik an der Bewertung der Liegenschaften Offener  
Immobilienfonds, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 2000, Nr. 2, S. 78-82.

Hommel, U./Riemer-Hommel, P. (1999): Die Evolution nationaler Unternehmensüberwachungssysteme. Der Einfluss von Regulierung und internationalem Wettbewerb aufgezeigt am Beispiel der Vereinigten Staaten und der Bundesrepublik Deutschland, in: Kutschker, M. (Hrsg.): Management verteilter Kompetenzen in multinationalen Unternehmen, Wiesbaden 1999, S. 149-176.

Hopt, K. J. (1996): Corporate Governance und deutsche Universalbanken, in: Corporate Governance, Feddersen/Hommelhoff/Schneider (Hrsg.), Köln, 1996, S. 243-296.

Hüffer, U. (2002): Aktiengesetz, 5. Auflage, München 2002.

Hungenberg, H. (2000): Strategisches Management in Unternehmen – Ziele – Prozesse – Verfahren, Wiesbaden 2000.

Hutzschenreuter, T. (1998): Unternehmensverfassung und Führungssystem: Gestaltung unternehmerischer Institutionen, Diss., Wiesbaden 1998.

IDW – Institut der Wirtschaftsprüfer (2002): Verwertung der Arbeit von Sachverständigen, in: WPg 2002, Nr. 13/2002, S. 682-691.

Ifo – Institut für Wirtschaftsforschung (2005): Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft, München 2005.

Immobilien Informationsverlag Rudolf Müller (Hrsg.) (2003): Who is Who in der Immobilienwirtschaft 2003, Köln 2003.

Initiative Corporate Governance der deutschen Immobilienwirtschaft (Hrsg.) (2005): Corporate Governance Kodex der deutschen Immobilienwirtschaft vom 15. September 2005, abgerufen unter: [http://www.immo-initiative.de/kodex/kodex\\_kapital.shtml](http://www.immo-initiative.de/kodex/kodex_kapital.shtml), am 15. Dezember 2005, 20 Seiten.

INREV (2006): About INREV, <[http://www.inrev.org/default\\_frames.aspx](http://www.inrev.org/default_frames.aspx)>, Abrufdatum: 30. Juni 2006, S. 1.

InvG - Investmentgesetz vom 15. Dezember 2003, Abrufdatum 25. Juni 2004 unter <http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/invg/gesamt.pdf>, S. 72.

Isenhöfer, B./Väth, A. (2000): Lebenszyklus von Immobilien, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2., überarbeitete Auflage, München, Wien 2000, S. 141-147.

Jacob, M. (1996): Investmentfonds – Möglichkeiten ihrer Ausgestaltung unter besonderer Berücksichtigung einer neuen Anlegerschutzkonzeption, Frankfurt am Main, 1996, S. 1-252.

Jasny, R. (1999): Marktforschung für Banken. Marktstrukturierung und Leistungsmerkmale, in: Herrmann, A./Homburg, C. (Hrsg.): Marktforschung: Methoden, Anwendungen, Praxisbeispiele, Wiesbaden 1999, S. 1045-1067.

Jenkis, H. W. (Hrsg.) (2001): Kompendium der Wohnungswirtschaft, 4., ergänzte Auflage, München 2001.

Jensen, M. C. (1986): Agency Costs and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: American Economic Review, Vol. 76, Nr. 2/1986, S. 323-329.

Jensen, M. C. (1993): The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, in: Journal of Finance, 48. Jg., 1983, S. 831-880.

Jensen, M. C./Meckling, W. H. (1976): Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: Journal of Financial Economics, 3. Jg. 1976, S. 305-360.

Jones, T. M. (1995): Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics, in: Academy of Management Review, 20. Jg 1995, S. 404-437.

Jost, P.-J. (2001): Die Agency-Theorie im Unternehmenskontext, in: Jost, P.-J. (Hrsg.): Die Agency-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre, Stuttgart 2001, S. 11-43.

Kienbaum, J. (2004): Mehr Mut zum Risiko bitte!, in: Handelsblatt Nr. 169 vom 24. September 2004, Karriere & Management, S. 1.

Kiener, S. (1990): Die Prinzipal-Agency-Theorie aus informationsökonomischer Sicht, Heidelberg 1990.

Kirsch, W. (1979): Die verhaltenswissenschaftliche Fundierung der Betriebswirtschaftslehre, in: Raffée, H./Abel, B. (Hrsg.): Wissenschaftstheoretische Grundlagen der Wirtschaftswissenschaften, München 1979, S. 105-120.

Kirsch, W. (1981): Über den Sinn der empirischen Forschung in der angewandten Betriebswirtschaftslehre, in: Witte, E. (Hrsg.): Der praktische Nutzen empirischer Forschung, Tübingen 1981, S. 189-229.

Kleine, A. (1995): Entscheidungstheoretische Aspekte der Agency-Theorie, Diss., Heidelberg 1995.

Kloess, S. G. C. (1999): Konzeption eines Immobilien-Managements als Dienstleistung für institutionelle Investoren. Kritische Erfolgsfaktoren einer zukunftsorientierten Dienstleistung, St. Gallen 1999.

Knobling, P. (1996): Die Interdependenz von Unternehmensverfassung und Unternehmensfinanzierung bei börsennotierten Aktiengesellschaften, Diss., Wiesbaden 1996.

Kremer, T. (2003): Aktionäre und Hauptversammlung, in: Ringleb, H.-M./ Kremer, T./Lutter, M./v. Werder, A. (Hrsg.): Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex – Kodex-Kommentar, München 2003, Rn. 123-235, S. 55-79.

Kremer, T./Lutter, M./ v. Werder, A. (2003a): Aufsichtsrat, in: Ringleb, H.-M./ Kremer, T./Lutter, M./v. Werder, A. (Hrsg.): Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex – Kodex-Kommentar, München 2003, Rn. 607-816, S. 171-215.

Kreps, D. M. (1990): A Course of Microeconomic Theory, New York 1990.

Krolle, S. (1999): Bewertung nach Ertragswert/Multiplikator, Vortragsdokumentation, Frankfurt, 29.4.1999, S. 1-15.

Krolle, S. (2003): Bewertung der Immobilien-AG über das Unternehmensergebnis, in: Reugler, H. (Hrsg.), Die Immobilien-AG – Bewertung und Marktattraktivität, München 2003, S. 33-53.

Kromrey, H. (1986): Empirische Sozialforschung, Opladen 1986.

Kruschwitz, L. (2004): Finanzierung und Investition, 4., überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien 2004.

Kübler, F. (1994): Aktienrechtsreform und Unternehmensverfassung, in: Die Aktiengesellschaft, 39. Jg. 1994, S. 141-148.

Kühne-Büning, L. (1994): Besonderheiten des Wirtschaftsgutes Wohnung und seiner Nutzungsleistungen, in: Kühne-Büning, L./Heuer, J. H. B. (Hrsg.): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, 3. überarbeitete und erweiterte Auflage, Frankfurt am Main 1994, S. 6-17.

Küting, K. (2000): Baubilanzen bergen viele Geheimnisse, in: Handelsblatt Nr. 2 vom 4. Januar 2000, S. 45.

Kutscher, R. (1997): Der offene Immobilienfonds: Ein Wertpapier der Immobilie, in: Immobilieninvestment, Brunner, M. (Hrsg.), 2., aktualisierte Auflage, Wiesbaden, 1997, S. 195-218.

Lambsdorff, O. Graf von (1988): Banken- und Unternehmenskonzentration – Muß der Bankeneinfluß zurückgeschraubt werden?, in: ZfKrW Band 41, 1988, S. 56-62.

Langenbacher, G./Blaum, U. (1994): Audit Committees – Ein Weg zur Überwindung der Überwachungskrise?, in: DB 1994, S. 2197-2103.

Laux, M./Ohl, K. (1988): Grundstückinvestment – Die offenen Immobilienfonds, in: Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Büschgen, H. E./Kopper, H. (Hrsg.), 2., völlig neu überarbeitete Auflage, Frankfurt am Main, 1988, S. 1-168.

Leinemann, M. (1998): Chancenreichtum, in: Immobilien Manager, 1998, Nr. 1-2, S. 36-37.

Leopoldsberger, G./Thomas, M./Naubereit, P. (2005): Immobilienbewertung, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München, Wien 2005, S. 453-527.

Leykam, M. (2005): Mehr Kontrolle, weniger Börse, Immobilienzeitung, Nr. 10 vom 6. Mai 2005, S. 6.

Lipinski, G. (2006): WCM kämpft ums Überleben, in: Handelsblatt, Nr. 99 vom 23. Mai 2006, S. 14.

Loipfinger, S. (1999): Kritik an den offenen Fonds, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 29.10.1999, S. 53.

Lorsch, J. W. (1995): Empowering the Board, in: Harvard Business Review, 73. Jg. 1995, Heft 1, S. 116-127.

Lück, W. (1995): Kontrolle und Prüfungswesen, in: Corsten, H./Reiß, M. (Hrsg.): Handbuch Unternehmensführung: Konzepte – Instrumente – Schnittstellen, Wiesbaden 1995, S. 303-315.

Lückmann, R. (1999a): Gut geschminkt in die Pleite, in: Handelsblatt Nr. 232 vom 30. November 1999, S. 2.

Lückmann, R. (1999b): Philipp Holzmann ist im Blindflug abgestürzt, in: Handelsblatt Nr. 240 vom 10. Dezember 1999, S.2.

Lutter, M. (1984): Information und Vertraulichkeit im Aufsichtsrat, 2. Auflage, Köln et al. 1984.

Lutter, M. (2003a): Das Audit Committee: Ein fester Bestandteil der deutschen Corporate Governance, in: KPMG Audit Committee Quarterly, I/2003, S. 4-5.

Lutter, M. (2003b): Auswahlpflichten und Auswahlverschulden bei der Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Heft 10/2003 vom 7. März 2003, S. 417-419.

Lutter, M./Krieger, G. (2002): Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 4. Auflage, München 2002.

Maassen, G. F. (1999): An International Comparison of Corporate Governance Models, Rotterdam 1999.

Macharzina, K. (1995): Unternehmensführung: das internationale Managementwissen; Konzepte-Methoden-Praxis, 2., aktualisierte und erw. Auflage, Wiesbaden 1995.

Malik, F. (1997): Wirksame Unternehmensaufsicht. Corporate Governance in Umbruchzeiten, Frankfurt am Main 1997.

Malik, F. (2002): Die Neue Corporate Governance, Richtiges Top-Management – Wirksame Unternehmensaufsicht, 3., erw. Auflage, Frankfurt am Main 2002.

Marris, R. (1964): The economic theory of managerial capitalism, London 1964.

Matzen, F. J. (2005): Unternehmensbewertung von Wohnungsbauunternehmen, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 32, Köln 2005.

McKinsey & Company (Hrsg.) (2000): Investor opinion survey on corporate governance, London 2000.



Merrett, D. T./Houghton, K. A. (1999): Takeovers and Corporate Governance: Whose Interests Do Directors Serve?, in: ABACUS, Vol. 35, Nr. 2/1999, S. 223-240.

Mertens, H.-J. (1985): Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Köln et al. 1985.

Messe München (Hrsg.) (2003): Katalog EXPO REAL 2003, 6. Internationale Fachmesse für Gewerbeimmobilien, 6.-8. Oktober 2003, Neue Messe München, München 2003.

Messe München (Hrsg.) (2004): Aussteller-Information EXPO REAL 2004, München 2004.

Meuthen, D. (1997): Neue Institutionenökonomik und strategische Unternehmensführung, Diss., Aachen 1997.

Mitchell, R. K./Agle, B. R./Wood, D. J. (1997): Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts, in: Academy of Management Review, 22. Jg. 1997, S. 853-886.

Möllers, Thomas M. J. (1999): Kapitalmarkttauglichkeit des deutschen Gesellschaftsrechts, in: AG 1999, S. 433f.

Monks, R. A. G./Minow, N. (2001): Corporate governance, 2. Auflage, Oxford/Cambridge, MA 2001.

Monks, R. A. G. (2002): Creating Value through Corporate Governance, in: Corporate Governance, Vol. 10, Nr. 3, July 2002, S. 116-123.

Morgan, J. F. W./Harrop, M. J. (1991): Neue Ansätze der Bewertung und Beurteilung von Anlageobjekten, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, Heft 3, 1991, S. 128-132.

Müller-Böling, D. (1992): Methodik der empirischen Organisationsforschung, in: Frese, S. (Hrsg.): Handwörterbuch der Organisation, 3. Auflage, Stuttgart 1992, Sp. 1491-1505.

Müller-Böling, D./Klandt, H. (1996): Methoden empirischer Wirtschafts- und Sozialforschung – Eine Einführung mit wirtschaftswissenschaftlichem Schwerpunkt, Köln und Dortmund 1996.

Muldavin, S. R. (1997): Real Estate Capital Market Trends & Applications, in: Real Estate Issues, 1997, Nr. 12, S. 38-46.

Murray, A. I. (1989): Top management group heterogeneity and firm performance, in: Strategic Management Journal, 10. Jg. 1989, S. 125-141.

Neubauer, F. (1997): A formal evaluation of the chairman of the board, in: Corporate Governance – An International Review, 5. Jg. 1997, Heft 3, S. 160-165.

New York Stock Exchange (NYSE) (2003): Final NYSE Corporate Governance Rules (Section 303A Final Rules) vom 4. November 2003, heruntergeladen unter [www.nyse.com/pdfs/finalcorggovrules.pdf](http://www.nyse.com/pdfs/finalcorggovrules.pdf) am 6. Januar 2004, Umfang 18 Seiten.

Nibler, M. F. (1998): Bank Control and Corporate Performance in Germany: The Evidence, Cambridge 1998.

Nichols, T. (1969): Ownership, control, and ideology: an enquiry into certain aspects of modern business ideology (studies in management, vol. 8), London 1969.

North, D. (1990): Institutions, Institutional Change and Economic Performance, New York/Melbourne 1990.

Nowak, E. (1997): On Investment Performance and Corporate Governance, Bamberg, 1997.

O'Sullivan, M. (2000): Contests of corporate control – Corporate governance and economic performance in the United States and Germany, New York 2000.

o.V. (1998a): Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), BT-Drucksache 13/9712 vom 28. Januar 1998.

o.V. (1998b): Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), in: Bundesgesetzblatt Jahrgang 1998 Teil I Nr. 24 in der Fassung vom 27. April 1998, S. 786-794.

o.V. (1999a): Holzmann-Aufsichtsrat musste Projekte nicht genehmigen, in: Nr. 232 vom 30. November 1999, S. 20.

o.V. (1999b): Holzmann-Aufsichtsratschef unter Druck, in: Handelsblatt Nr. 237 vom 7. Dezember 1999, S. 19.

o.V. (1999d): Widersprüche im Fall Holzmann, in: Handelsblatt Nr. 249 vom 23. Dezember 1999, S. 1.

o.V. (1999c): Neuanfang mit neuem Chef, in: Handelsblatt Nr. 240 vom 10. Dezember 1999, S. 22.

o.V. (2000): Staatsanwälte ermitteln gegen Holzmanns Wirtschaftsprüfer, in: Handelsblatt Nr. 10 vom 14. Januar 2000, S. 1.

o.V. (2002a): Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz), in: Bundesgesetzblatt Jahrgang 2002 Teil I Nr. 50 in der Fassung vom 19. Juli 2002, S. 2681-2687.

o.V. (2002b): Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz), BR-Drucksache 109/02 vom 8. Februar 2002.

o.V. (2003a): Initiative „Professionalisierung der Corporate Governance der deutschen Immobilien- und Bauwirtschaft – Kurzbeschreibung, abgerufen am 15. Januar 2004 unter [www.immo-initiative.de/initiative/verein.shtml](http://www.immo-initiative.de/initiative/verein.shtml)., 2 Seiten

o.V. (2003b): FM-Marktübersicht, FM-Anbieter im Vergleich, in: Der Facility Manager, Heft April 2003, S. 12-25.

o.V. (2004a): Haftung des Aufsichtsrats – Pflichtenmaßstab und Verantwortlichkeit, in: KPMG Audit Committee Quarterly, I/2004, S. 7-17.

o.V. (2004b): Schutz durch D&O-Versicherungen gewinnt zunehmend an Bedeutung, in: KPMG Audit Committee Quarterly, I/2004, S. 18-19.

o.V. (2004c): Keine Aktienoptionen für Aufsichtsratsmitglieder, in: Der Aufsichtsrat, 03/2004, S. 12.

o.V. (2004d): Entwicklungen bei der D&O-Versicherung, in: Der Aufsichtsrat, 01/2004, S. 13.

o.V. (2004e): Holzmann-Insolvenz geht in die letzte Phase, in: Handelsblatt Nr. 190 vom 30. September 2004, S. 13.

Päsler, R. H. (1991): Handbuch des Investmentsparens, Wiesbaden, 1991.

Paulsen, N. (1998): Die deutsche Immobilienaktie 1997/98, Stuttgart 1998.

Peltzer, M. (2002): Corporate Governance Codices als zusätzliche Pflichtenbestimmung für den Aufsichtsrat, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, Heft 1/2002, S. 10-16.

Peltzer, M. (2003): Deutsche Corporate Governance – Ein Leitfaden, München 2003.

Pfeffer, J. (1997): New directions for organization theory: problems and prospects, New York/Oxford 1997.

Picot, A. (1991): Ökonomische Theorien der Organisation – Ein Überblick über neuere Ansätze und deren betriebswirtschaftliches Anwendungspotenzial, in: Ordelheide, Dieter et al. (Hrsg.), Betriebswirtschaftslehre und Ökonomische Theorie, Stuttgart 1991, S. 143-170.

Picot, A./Neuburger, R. (1995): Agency Theorie und Führung, in: Kieser, A. (Hrsg.), Handwörterbuch der Führung, Stuttgart 1995, Sp. 14-21.

Picot, A./Dietl, H./Franck, E.: Organisation: eine ökonomische Perspektive, 2., überarb. Und erw. Aufl., Stuttgart 1999.

Pitschke, C. (2004): Die Finanzierung gewerblicher Immobilien-Projektentwicklungen unter Basel II, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 30, Köln 2004.

Platz, J. (1994): Immobilien-Management – Prüfkriterien zu Lage, Substanz, Rendite, 4., überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden, 1994, S. 1-223.

Plein, C. (1999): Sachgerechte Bewertung von Immobilienvermögen bei der Unternehmensbewertung, in: Betriebs-Berater, 1999, Nr. 9, S. 463-470.

Pothoff, E./Trescher, K. (2001): Das Aufsichtsratsmitglied – Ein Handbuch der Aufgaben, Rechte und Pflichten, 5., überarbeitete Auflage, Stuttgart 2001.

Prigge, S. (1998): A survey of German corporate governance, in: Hopt, K. J./Kanda, H./Roe, M. J./Wymeersch, E./Prigge, S. (1998) (Hrsg.): Comparative corporate governance. The state of the art and emerging research, Oxford 1998, S. 943-1044.

Primbam, K. (1998): Geschichte des ökonomischen Denkens, Frankfurt 1998.

Raiser, T. (1991): Kommentar zur Ausschußbildung, in: Hachenburg (1991) (Hrsg.): Großkommentar zum GmbHG, 8. Auflage, Berlin, New York 1991, §52 Rn. 73.

Rappaport, A. (1986): Creating shareholder value, The new standard for business performance, New York u.a. 1986.

Rechner, P. L./Dalton, D. R. (1991): CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis, in: Strategic Management Journal, 12. Jg. 1991, S. 155-160.

Rediker, K. J./Seth, A. (1995): Boards of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms, in: Strategic Management Journal, Volume 16, 1995, S. 85-99.

Refisch, B. (1975): Probleme der Einführung und Organisation von Bauunternehmen, in: Kortzfleisch, G. v./Bergner, H. (Hrsg.): Betriebswirtschaftliche Unternehmensführung, Berlin 1975, S. 239-276. aus Festschrift 10 Jahre Immoakademie.

Rehkugler, H. (2000): Die Immobilien-AG als attraktive Kapitalanlage, in: Finanz-Betrieb, Nr. 4, 2000, S. 230-239.

Rehkugler, H. (2003): Die Immobilien-AG – Chancen für Unternehmen und Investoren, in: Rehkugler, H. (Hrsg.), Die Immobilien-AG – Bewertung und Marktattraktivität, München 2003, S. 1-32.

Reichel, R. (2004a): Langsam, aber sicher zur Rendite, in: Handelsblatt Nr. 56 vom 19. März 2004, S. 40.

Reichel, R. (2004b): Immobilienfonds vor mageren Jahren, in: Handelsblatt Nr. 126 vom 2. Juli 2004, S. 34.

Reichel, R. (2005a): Fonds kaufen immer mehr Wohnungen, in: Handelsblatt Nr. 15 vom 21. Januar 2005, S. 36.

Reichel, R. (2005b): Deutsche Immobiliensachverständige fühlen sich zu Unrecht kritisiert, in: Handelsblatt, Nr. 63 vom 1. April 2005, S. 45.

Rellermeyer, K. (1986): Aufsichtsratsausschüsse, Köln et al. 1986.

Richter, R. (1998): Neue Institutionenökonomik, Ideen und Möglichkeiten, in: Krause-Junk, G. (Hrsg.), Schriften des Vereins für Socialpolitik, Band 256, Berlin 1998.

Richter, R./Bindseil, U. (1995): Neue Institutionenökonomik, in WiSt 1995, S. 132-140.

Richter, R./Furubotn, E. (1999): Neue Institutionenökonomik: eine Einführung und kritische Würdigung, 2., durchges. u. ergänzte Auflage, Tübingen 1999.

RICS – Royal Institution of Chartered Surveyors (2006): Professional Conduct: Rules of Conduct and Disciplinary Procedures, London 2006.

Ringleb, H.-M./v. Werder, A. (2005a): 1. Teil Vorbemerkung, in: Ringleb, H.-M./ Kremer, T./Lutter, M./v. Werder, A. (2005): Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex – Kodex-Kommentar, München 2005, S. 11-25.

Ringleb, H.-M./v. Werder, A. (2005b): Vorstand, in: Ringleb, H.-M./ Kremer, T./Lutter, M./v. Werder, A. (2005): Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex – Kodex-Kommentar, München 2005, Rn. 418-605, S. 131-170.

Ringleb, H.-M./v. Werder, A. (2005c): Transparenz, in: Ringleb, H.-M./ Kremer, T./Lutter, M./v. Werder, A. (2005): Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex – Kodex-Kommentar, München 2005, Rn. 822-890, S. 216-233.

Rödl&Partner (1999): Immobilienaktien in Europa, Marktbericht VIII, Düsseldorf 1999.

Ross, S. A. (1973): The economic theory of agency: the Prinzipal's problem, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, 63. Jg. 1973, Nr. 2, S. 134-139.

Schäfer, D. (1997): Systeme der betrieblichen Altersvorsorge im Vergleich, Bamberg 1997.

Schäfers, W. (1997): Strategisches Management von Unternehmensimmobilien: Bausteine einer theoretischen Konzeption und Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 3, Köln 1997.

Schäfers, W./Haub, C./Stock, A. (2002): Going Public von Immobiliengesellschaften, Grundlagen – Voraussetzungen - Erfolgchancen, in: Schulte, K.-W. et al. (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Banking, Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln, 2002, S. 311-334.

Schäfers, W./Siepmann, A./Stock, A. (2002): Aspekte der Bewertung von Immobiliengesellschaften und –beständen zur Emissionspreisfindung, in: Schulte, K.-W. et al. (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Banking, Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln, 2002, S. 375-402.

Schanz, G (1994): Wissenschaftsprogramme der Betriebswirtschaftslehre, in: Bea, F. X./Dichtl, E./Schweitzer, M. (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Band 1 Grundlagen, 5. Auflage, Stuttgart und New York 1990, S. 55-137.

Scharpenack, F./Nack, U./Haub, C. (1998): Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S./Thomas, M. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, 1. Auflage, S. 655-687.

Schiereck, Dirk (2001): Internationale Corporate Governance durch institutionelle Anleger, in: Jansen, Stephan A./Picot, Gerhard/Schiereck, Dirk (Hrsg.): Handbuch Internationales Fusionsmanagement - Erfolgsfaktoren grenzüberschreitender Unternehmenskäufe, Schäffer-Poeschel, Stuttgart 2001, S. 57-71

Schiller, A. (2003): Initiative Corporate Governance – Neue Ethik für alte Probleme, in: IMMOBILIEN MANAGER, 3/2003, S. 40.

Schilling, F. (2002): Corporate Governance – Form oder Inhalt?, in: FAZ vom 27. Mai 2002, S. 25.



Schlag, A (1995): Innovative Formen der Kapitalanlage in Immobilien, Kiel 1995.

Schmid, U. (1997): Das Anspruchsgruppen-Konzept, in: WISU 1997, S. 633-635.

Schmidt, U./Thielen, B. (1995): Prinzipal- und Agententheorie, in: WiSt 1995, S. 483-486.

Schmidt, R. H. (2001): Kontinuität und Wandel bei der Corporate Governance in Deutschland, in: Lassmann, G. (Hrsg.): Neuere Ansätze der Betriebswirtschaftslehre – in memoriam Karl Hax, Sonderheft 47 der Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Düsseldorf/Frankfurt am Main 2001, S. 61-87.

Schmidt, R. H./Maßmann, J. (1999): Drei Missverständnisse zum Thema „Shareholder Value“, in: Kumar, B. N./Osterloh, M./Schreyögg, G. (Hrsg.): Unternehmensethik und die Transformation des Wettbewerbs. Shareholder Value – Globalisierung – Hyperwettbewerb, Festschrift für Horst Steinmann zum 65. Geburtstag, Stuttgart 1999, S. 125-157.

Schmitz, R. H. (1996): Praktische Gestaltung der Überwachungstätigkeit des Aufsichtsrates in Deutschland, in: Corporate Governance, Feddersen/Hommelhoff/Schneider (Hrsg.), Köln 1996, S. 234-265.

Schneider, U. H. (1995): Wettbewerbsverbot für Aufsichtsratsmitglieder einer Aktiengesellschaft?, in: BB 1995, S. 365-372.

Schredelseker, K. (2002): Shareholder-Value: Was sonst?, in: Siegwart, H./Mahari, J. (Hrsg.): Corporate Governance, shareholder value & finance, Basel et al. 2002, S. 43-63.

Schüppen, M. (2002): Der Kodex – Chancen für den Deutschen Kapitalmarkt!, in: Der Betrieb, Heft 22 vom 31. Mai 2002, S. 1117-1119.

Schulte, K.-W. et al. (1998): Betrachtungsgegenstand der Immobilienökonomie, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), Immobilienökonomie – Band 1 Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 1. Auflage, München/Wien 1998, S. 15-80.

Schulte, K.-W. (2000): Immobilienökonomie – ein innovatives Lehr- und Forschungskonzept!, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), 10 Jahre ebs IMMOBILIENAKADEMIE, Festschrift, Frankfurt am Main, 2000, S. 36-47.

Schulte, K.-W. (2001): Betriebswirtschaftliche Grundlagen der Immobilienökonomie, in: Jenkis, H. (Hrsg.): Kompendium der Wohnungswirtschaft, 4. ergänzte Auflage, München, Wien, S. 889-933.

Schulte, K.-W. (2003a): Mehr Transparenz für die Immobilienwirtschaft, in Immobilienbrief der Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 12. September 2003, Nr. 212, S. 41.

Schulte, K.-W. (2003b): Corporate Governance in der deutschen Immobilienwirtschaft, in: indicator – DAS MAGAZIN DER AAREON AG, 2/2003, S. 6-8

Schulte, K.-W./Pierschke, B. (2000): Facilities Management, Handbuch für Investoren, Köln, 2000.

Schulte, K.-W./Holzmann, C. (2005): Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München, Wien 2005, S. 169-205.

Schulte, K.-W./Schäfers, W. (2005): Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München, Wien 2005, S. 47-69.

Schulzen, A./Rometsch, G. (2002): Strukturmerkmale und Organisation der Projektentwickler in Deutschland, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S. (Hrsg.):

Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2., aktualisierte und erweiterte Auflage, Köln 2002, S. 535-545.

Schulz-Wulkow, C. (2003): Nationale und internationale Methoden der Immobilienbewertung, in: Rehkugler, H. (Hrsg.), Die Immobilien-AG – Bewertung und Marktattraktivität, München 2003, S. 73-96.

Schumann, J. (1992): Grundzüge der mikroökonomischen Theorie, 6. überarbeitete und erweiterte Auflage, Berlin/Heidelberg/New York/Tokyo 1992.

Schwaiger, M. (1993): Hochrechnungsverfahren im Marketing, München 1993.

Schweizer, R. W. (2002): Corporate Governance versus Corporate Leadership?, in: Ruffner, M. (Gastherausgeber): Meilensteine im Management, Band IX: Corporate Governance, Shareholder Value & Finance, Basel 2002, S. 65-74.

Seibert, U. (2002): Im Blickpunkt: Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist da, in: Betriebs-Berater, 57. Jg., Heft 12 vom 20. März 2002, S. 581-584.

Seibt, C. H. (2002): Deutscher Corporate Governance Kodex und Entsprechens-Erklärung (§161 AktG-E), in: Die Aktiengesellschaft, 47. Jg. 2002, S. 249-259.

Shleifer, A./Vishny, R. (1997): A survey on corporate governance, in: Journal of Finance, 52. Jg. (1997), S. 737-783.

Siebel, U. (1999a): Vorbereitung und Durchführung von Aufsichtsratssitzungen, in: Semler, J. (1999) (Hrsg.): Arbeitshandbuch für Aufsichtsratsmitglieder, München 1999, D 1-145, S. 119-176.

Siebel, U. (1999b): Arbeit von Ausschüssen, in: Semler, J. (1999) (Hrsg.): Arbeitshandbuch für Aufsichtsratsmitglieder, München 1999, G 1-179, S. 287-394.

Simon, J. (1999): Verkehrswertermittlung Offener Fonds, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 1999, Nr. 3, S. 129-143.

Simon, J./Kleiber, W. (1996): Schätzung und Ermittlung von Grundstückswerten: eine umfassende Darstellung der Rechtsgrundlagen und praktischen Möglichkeiten einer zeitgemäßen Verkehrswertermittlung, 7. Auflage, Neuwied 1996.

Smith, A. (1971): The Wealth of Nations, Band II, Neudruck London/New York 1971.

Smith, A. (1976): An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, Chicago 1976.

Stapledon, G. P. (1996): Institutional shareholders and corporate governance, Oxford 1996.

Steih, P. W. (2002): An Overview of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, Ernst & Young (Hrsg.), Frankfurt 2002.

Steinmann, H./Gerum, E. (1978): Reform der Unternehmensverfassung, Köln 1978.

Stobbe, A. (1991): Mikroökonomik, 2. überarbeitete Auflage, Berlin/Heidelberg/New York 1991.

Szyperski, N. (1974): Planungswissenschaft und Planungspraxis, in: ZfB, 44. Jg., Nr. 10/1974, S.667-684.

Terhürne, M. (1998): Die Bewertung von Unternehmen mit umfangreichem Immobilienbesitz: Dargestellt am Beispiel von Einzelhandelsunternehmen, Diss., Lohmar/Köln 1998.

Thomas, M. (1997): Die Entwicklung eines Performanceindex für den deutschen Immobilienmarkt, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), Schriften zur Immobilienökonomie, Band 2, Köln 1997.

Thomaschowski, D./Rehkugler, H./Nack, U. (2003): Der Net Asset Value als Bewertungskonzept, in: Rehkugler, H. (Hrsg.), Die Immobilien-AG – Bewertung und Marktattraktivität, München 2003, S. 55-72.

Thommen, J.-P. (1986): Die Lehre der Unternehmensführung. Eine wissenschafts-historische Betrachtung im deutschsprachigen Raum, Bern und Stuttgart 1986.

Thommen, J.-P./Achleitner, A.-K. (2003): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre: eine umfassende Einführung aus managementorientierter Sicht, 4. Auflage, Wiesbaden 2003.

Thomsen, S./Pedersen, T. (2000): Ownership structure and economic performance in the largest European companies, in: Strategic Management Journal, 21. Jg. 2000, S. 689-705.

Thümmel, R. C. (2004): Organhaftung nach dem Referentenentwurf des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) – Neue Risiken für Manager?, in: Der Betrieb, Heft 9 vom 27.2.2004, S. 471-474.

Toutenburg, H. (2000): Deskriptive Statistik, 3. Auflage, Berlin u. a. O. 2000.

Towers Perrin (2004): Studie Aufsichtsratsvergütung 2004, Frankfurt am Main, 2004.

Towers Perrin (2003a): Corporate Governance 2003 – Eine Bilanz der Management-Kultur in Deutschland, abgerufen am 24. April 2003 unter <[http://www.towersperrin.com/hrservices/webcache/towers/Germany/publications/Capability\\_Brochures/Corp\\_Gov/CorpGov-Studie.pdf](http://www.towersperrin.com/hrservices/webcache/towers/Germany/publications/Capability_Brochures/Corp_Gov/CorpGov-Studie.pdf)>, 44 Seiten.

Towers Perrin (2003b): Studie Aufsichtsratsvergütung 2003, Neue Ausgabe 2003, abgerufen am 24. April 2003 unter [http://www.towersperrin.com/hrservices/webcache/towers/Germany/publications/Reports/2003\\_Vergutung/2003\\_Vergutung.pdf](http://www.towersperrin.com/hrservices/webcache/towers/Germany/publications/Reports/2003_Vergutung/2003_Vergutung.pdf), 4 Seiten.

Treue, W. (1974): Wirtschaft, Gesellschaft und Technik vom 16. bis zum 18. Jahrhundert, in: Gebhardt, M. (Hrsg.), Handbuch der Deutschen Geschichte, Bd.12, München 1974, S. 51- 78.

Turnbull, S. (1997): Corporate Governance: Its Scope, Concerns and Theories, in: Corporate Governance, 5. Jg. (1997), Heft 4, S. 180-205.

Ulrich, P. (1984): Systemsteuerung und Kulturentwicklung. Auf der Suche nach einem ganzheitlichen Paradigma der Managementlehre, in: Die Unternehmung, Jg. 38, Nr. 4/1984, S. 303-325.

Ulrich, P./Fluri, E. (1995): Management – eine konzentrierte Einführung, 7. Auflage, Bern u.a., 1995.

Unterreiner, F. P. (2002): Transparenz in der Immobilienwirtschaft – Nichts genaues weiß man nicht..., in: Immobilien Wirtschaft und Recht, 10/2002, S. 14-21.

Vinten, G. (2001): Shareholder versus Stakeholder – Is there a governance dilemma?, in: Corporate Governance – An International Review, 9. Jg. 2001, S. 36-47.

Volger, G. (2001): Indirekte Immobilienanlagen gefragt, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 16.3.2001, S. 54.

v. Rosen, R. (2002): Corporate Governance – Neue Denkansätze in Deutschland, in: Ruffner, M. (Gastherausgeber): Meilensteine im Management, Band IX: Corporate Governance, Shareholder Value & Finance, Basel 2002, S. 589-609.

v. Werder, A. (1998): Shareholder Value-Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns?, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 27. Jg. 1998, S. 69-91.

v. Werder, A. (2001): Der German Code of Corporate Governance im Kontext der internationalen Governance-Debatte: Umfeld, Funktionen und inhaltliche Ausrichtung des GCCG, in: v. Werder, A. (Hrsg.): German Code of Corporate Governance (GCCG), 2. Auflage, Stuttgart 2001, S. 1-33.

v. Werder, A. (2002): Der Deutsche Corporate Governance Kodex – Grundlagen und Einzelbestimmungen, in: Der Betrieb, 55. Jg. 2002, Heft 16 vom 19. April 2002, S. 801-810.

v. Werder, A. (2003): Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance, in: Hommerhoff, P./Hopt, K. J./v. Werder, A. (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, Stuttgart 2003, S. 3-27.

v. Werder, A. (2004): Funktionen des Aufsichtsrats, in: Theisen, M. R. et al. (Hrsg.), Der Aufsichtsrat, Heft 01/2004, S. 5-6.

v. Werder, A./Grundeis, J. (2003): Evaluation der Corporate Governance, in: Hommerhoff, P./Hopt, K. J./v. Werder, A. (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, Stuttgart 2003, S. 675-695.

Ward, R. D. (2000): Improving corporate boards – The boardroom insider guidebook, New York u.a. 2000.

Wechsler, U. (1968): Immobilienfonds, Frankfurt am Main, 1968.

Weimer, J./Pape, J. C. (1999): A taxonomy of systems of corporate governance, in: Corporate Governance – An International Review, 7. Jg. 1999, S. 152-166.

Weis, H.-C./Steinmetz, P. (2002): Marktforschung, 5., überarbeitete und erweiterte Auflage, Ludwigshafen 2002.

Wentges, P. (2002): Corporate Governance und Stakeholder-Ansatz – Implikationen für die betriebliche Finanzwirtschaft, Habilitationsschrift Universität Ulm 2002, Wiesbaden.

Wieczorek, B. J. (2004): Evaluierung des Aufsichtsrats, in: Theisen, M. R. et al. (Hrsg.), Der Aufsichtsrat, Heft 01/2004, S. 7-8.

Wild, J. (1974): Betriebswirtschaftliche Führungslehre und Führungsmodelle, in: Wild, J. (Hrsg.), Unternehmensführung, Berlin 1974, S. 141-179.

Williamson, O. E. (1985): The economic institutions of capitalism, New York 1985.

Wiskow, J.-H. (2003): Beschränkter Durchblick, in: Capital vom 6. März 2003.

Witt, P. (2001): Konstistenz und Wandlungsfähigkeit von Corporate Governance-Systemen, in: Albach, H./Jost, P.-J. (Hrsg.): Theorie der Unternehmung, Ergänzungsheft 4/2001 der Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Wiesbaden 2001, S. 73-97.

Witt, P. (2003): Corporate Governance-Systeme im Wettbewerb, Habil.-Schr., Wiesbaden 2003.

Witte, E. (1978): Die Verfassung des Unternehmens als Gegenstand betriebswirtschaftlicher Forschung, in: Die Betriebswirtschaft, 38. Jg. 1978, S. 331-340.

Wolff, U. (2000): Beteiligungsbesitz und Corporate Governance: eine Effizienzanalyse institutioneller Finanzierungsbeziehungen, Diss., Wiesbaden 2000.

Wunderer, R./Grunwald, W. (1980): Führungslehre Band 1, Berlin 1980.

Zimmer, D. (1998): Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, in: NJW 1998, S. 3521f..

Zingales, L. (2000): In search of new foundations, in: Journal of Finance, 55. Jg 2000, S. 1623-1653.

Zoller, E./Kiesl, B. (2002): Real Estate Structured Finance, in: Schulte, K.-W. et al. (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Banking, Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln, 2002, S. 199-226.