Prof. Dr. Axel v. Werder / Dipl.-Kffr. Jenny Bartz, beide Berlin

Corporate Governance Report 2012: Kodexregime und Kodexinhalt im Urteil der Praxis

▸ **DB0469624**

I. Einleitung

Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) nimmt seit einem Jahrzehnt einen festen Platz im Regulierungsrahmen für die Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen ein. Am 26. 2. 2002 von einer Regierungskommission verabschiedet und in den Folgejahren kontinuierlich weiterentwickelt[1], vermittelt der Kodex seither Anlass[2] wie auch Leitlinien für die Auseinandersetzung mit den Formen guter Unternehmensführung. Zugleich liefert dieses Regelwerk beständig Diskussionsstoff über den – in Deutschland ansonsten eher ungewöhnlichen – *soft law*-Ansatz der Regulierung. Gerade in jüngster Zeit – und namentlich im Nachgang zur Aufnahme detaillierter Empfehlungen für die Frauenförderung im Jahr 2010[3] – haben kritische Stellungnahmen wieder[4] deutlich zugenommen. Moniert werden z. B. die quasi-gesetzliche Wirkungskraft der Empfehlungen, Anfechtungsrisiken sowie die unzulängliche verfassungsrechtliche Basis des Kodexregimes[5]. Als Konsequenz werden vielfältige Reformvorschläge diskutiert, die gelegentlich bis zur Abschaffung von § 161 AktG[6] oder des Kodex[7] reichen.

Die mitunter durchaus beharrlich vorgetragene Kodexkritik kontrastiert in bemerkenswerter Weise mit den empirischen Befunden über die Befolgung der Empfehlungen und Anregungen des Kodex in der Unternehmenspraxis. Die vom Berlin Center of Corporate Governance (BCCG) im Auftrag der Regierungskommission regelmäßig durchgeführten Erhebungen belegen, dass die untergesetzlichen Bestimmungen des DCGK[8] – gemessen an den Angaben der betroffenen Gesellschaften zur Kodexentsprechung – von Beginn an eine bemerkenswert positive Resonanz gefunden haben[9].

Die augenfällige Diskrepanz zwischen den Vorbehalten im Schrifttum und der weitreichenden Kodexbefolgung in der Praxis wirft die Frage auf, inwieweit die kritischen Beiträge zwar vernehmliche, doch eher vereinzelte Stimmen im Konzert der Regulierungsdiskussion markieren oder aber mit einem generellen Kodexunbehagen der Unternehmen einhergehen. Diese Fragestellung lässt sich nicht allein anhand von Maßzahlen der erklärten Akzeptanz beantworten, da Entscheidungen zur Kodexbefolgung sowohl auf Effizienz- als auch auf Legitimationsgründen beruhen können[10]. Im zweiten Fall akzeptieren Führungsorgane Kodexstandards zur Sicherstellung der *license to operate*[11] ihrer Unternehmung u. U. selbst dann, wenn sie die betreffenden Regelungen kaum als geeignet ansehen, die Qualität der Unternehmensführung zu erhöhen[12].

Vor diesem Hintergrund untersucht der folgende Beitrag die tatsächliche Einstellung der Wirtschaftspraxis – genauer der Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzenden aller in Frankfurt gelisteten Gesellschaften – gegenüber dem Kodex. Konkret wird auf der Basis einer Fragebogenerhebung zum einen analysiert, wie die prinzipielle Zustimmung der Organvorsitzenden zum Regulierungskonzept und Funktionsmechanismus des Kodex ausfällt. Zum anderen wird der Frage nachgegangen, wie die Mandatsträger die Zweckmäßigkeit aller Empfehlungen und Anregungen des DCGK 2010 einschätzen. Ziel der Studie ist es, eine verlässliche empirische Grundlage für die Auseinandersetzung mit der geäußerten Kritik zu gewinnen und Ansatzpunkte für eine Optimierung des Kodex zu identifizieren.

Nach einer kurzen Einführung in die Konzeption der Studie (Abschn. II.) und die Auswertungsmethodik (Abschn. III. 1.) werden zunächst die Befunde zur grundsätzlichen Zustimmung zum Kodexregime erörtert (Abschn. III. 2.). Im Anschluss hieran finden sich die Präsentation und Analyse der Erhebungsergebnisse zu den Einschätzungen der Zweckmäßigkeit (Abschn. III. 3.). Die Befunde zum Kodexregime und zum Kodexinhalt werden sodann zusammengeführt (Abschn. III. 4.), um die Gesamtbeurteilung des Kodex durch die Befragungsteilnehmer („Kodexklima") zu ermitteln. Eine zusammenfassende Wertung der Untersuchungsresultate (Abschn. IV.) schließt den Beitrag ab.

Prof. Dr. Axel v. Werder ist Inhaber des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre – Organisation und Unternehmensführung an der Technischen Universität Berlin. **Dipl.-Kffr. Jenny Bartz** (geb. Böhme), ist wissenschaftliche Mitarbeiterin an diesem Lehrstuhl.

1 Mit Ausnahme der Jahre 2004 und 2011 ist jährlich eine neue Kodexfassung verabschiedet worden, vgl. *v. Werder/Böhme*, DB 2011 S. 1285 (Fn. 2).

2 Zur Rolle des Kodex als wichtigem Kristallisationspunkt der Governancedebatte vgl. *Kremer*, DB 2011 Standpunkte S. 55. Selbstredend darf CG nicht nur auf den Kodex reduziert werden, hierzu eingehender *Hopt*, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl. 2009, S. 39 (40 ff.).

3 Einen nicht nur zeitlichen Zusammenhang mit den Kodexregelungen zur Diversity und Frauenförderung sehen auch *Bachmann*, AG 2011 S. 181 (191); *Hoffmann-Becking*, ZIP 2011 S. 1173 (1176).

4 Die Kodexidee hat von Anfang an keine ungeteilte Zustimmung erfahren. Die (öffentliche) Grundsatzdiskussion über den Kodex war zwischenzeitlich allerdings weitgehend abgeebbt. Siehe aus der älteren Literatur z. B. *Ulmer*, ZHR (166) 2002 S. 150 (163 f.); *Wolf*, ZRP 2002 S. 59; *Seibt*, AG 2002 S. 249 (250); *Ettinger/Grützediek*, AG 2003 S. 353 (355); *Hommelhoff/Schwab*, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Handbuch Corporate Governance, 1. Aufl. 2003, S. 51 (59 ff.); *Kiethe*, NZG 2003 S. 559 (560).

5 Siehe hierzu und zu weiteren Kritikpunkten m. z. N. Abschn. III. 2. a).

6 Siehe zu dieser Forderung *Timm*, ZIP 2010 S. 2125 (2133); *Waclawik*, ZIP 2011 S. 885 (891 f.); *Jahn*, FAZ vom 15. 6. 2011 S. 23.

7 Vgl. *Weber* auf dem 64. DBT am 29. 9. 2010 in: Wagenhofer/Brandt, Perspektiven der Finanzberichterstattung und der Coporate Governance, S. 69 (76); *Voscherau*, Vortrag vom 26. 10. 2010 (auszugsweise abrufbar unter http://www.germanboardroom.de/de/agenda/corporate-governance/auslaufmodell).

8 Im Folgenden sind mit dem Terminus *Kodexbestimmungen* nur die Empfehlungen und Anregungen, nicht aber die im Kodex ebenfalls beschriebenen gesetzlichen Regelungen gemeint.

9 Siehe zu den Akzeptanzstudien des BCCG zuletzt *v. Werder/Talaulicar*, DB 2010 S. 853 m. N. zu den früheren Untersuchungen. Zum Überblick über weitere Studien, welche die Ergebnisse des BCCG in ihrer Tendenz bestätigen, *Lutter*, in: Kölner Kommentar, 3. Aufl. 2012, § 161 Rdn. 24 Fn. 85.

10 Siehe hierzu eingehender *Aguilera/Cuervo-Cazurra*, Organization Studies 2004 S. 415 (424); *Zattoni/Cuomo*, CGIR 2008 S. 1; *Hooghiemstra/van Ees*, Regulation & Governance 2011 S. 480; *v. Werder/Pissarczyk/Böhme*, AG 2011 S. 492, sowie allgemein zu der vom Neo-Institutionalismus postulierten Legitimationsthese *Meyer/Rowan*, American Journal of Sociology 1977 S. 340; *Suchman*, AMR 1995 S. 571.

11 Vgl. für viele *Wieland/Conradi*, Corporate Citizenship 2002, S. 11.

12 Ganz in diesem Sinne auch *Hoffmann-Becking*, in: FS Hüffer 2010, S. 353; *ders.*, ZIP 2011 S. 1173 (1174); *Hooghiemstra/van Ees*, Regulation & Governance 2011 S. 480.

II. Konzeption der Studie

1. Erhebungsmethodik

Der für den Corporate Governance Report 2012 entwickelte Fragebogen umfasst drei Abschnitte[13], wobei im ersten Abschnitt (A) allgemeine Angaben zum jeweiligen Unternehmen erhoben wurden. Im zweiten Abschnitt (B) wurden die Teilnehmer gebeten, zu insgesamt 13 Fragen zum Regulierungssystem des Kodex Stellung zu nehmen. Diese beziehen sich auf in der Literatur geäußerte wesentliche Kritikpunkte und adressieren vier Systemelemente (Regulierungskonzept; Regierungskommission; Kodexbestimmungen; Kodexwirkungen) des Kodexregimes. Die Befragten konnten ihre Positionen i. d. R. auf einer 5-stufigen Skala einordnen[14].

In Abschnitt C des Fragebogens sollten die Teilnehmer die Zweckmäßigkeit jeder einzelnen der 90 Empfehlungen und 16 Anregungen des Kodex i. d. F. vom 26. 5. 2010 (DCGK 2010)[15] aus ihrer jeweiligen Sicht als Vorstandsvorsitzender (VV) bzw. Aufsichtsratsvorsitzender (ARV[16]) speziell für ihr Unternehmen einschätzen. Zur Beurteilung stand den Befragten hier durchgängig eine 5-stufige Skala mit den Randwerten 1 für „sehr zweckmäßig" und 5 für „sehr unzweckmäßig" zur Verfügung. Des Weiteren sollte bei jeder Bestimmung – unabhängig von der Frage ihrer Zweckmäßigkeit – angekreuzt werden, ob die einzelnen Regelungen generell bedeutsame Aspekte der Corporate Governance (CG) ansprechen oder aber überflüssig sind und daher zur Straffung des Kodex gestrichen werden könnten[17].

2. Stichprobe

Die Befragung richtete sich jeweils an die VV und ARV der 487 Unternehmen, die nach Angaben der Deutsche Börse AG an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert sind, sich nicht in Insolvenz oder Auflösung befinden und ihren gesellschaftsrechtlichen Sitz in Deutschland haben. Da Unternehmen mit Sitz außerhalb Deutschlands nicht dem Kodex unterliegen, wurden sie nur in die Untersuchung einbezogen, wenn sie einem Auswahlindex angehörten[18]. Der Versand der Erhebungsunterlagen erfolgte Mitte Oktober 2011[19]. Insgesamt wurden (mit je 487 VV und ARV) 974 Mandatsträger angeschrieben. In einem Fall ruht das Amt des ARV aktuell, da dieser vorübergehend als VV fungiert. Ferner kamen die Erhebungsunterlagen von einem VV und drei ARV als unzustellbar zurück. Damit konnten (als bereinigte Grundgesamtheit) letztlich 969 Mandatsträger einbezogen werden. Unter Berücksichtigung von Mehrfachmandaten[20] repräsentieren diese insgesamt 922 natürliche Personen.

Die Rohdatenerfassung wurde Mitte Februar 2012 abgeschlossen. Bis zu diesem Zeitpunkt gingen insgesamt 299 Reaktionen ein. 88 Personen gaben an, nicht an der Erhebung teilzunehmen[21]. Die Untersuchung basiert somit auf insgesamt 211 auswertbaren Fragebögen (Rücklauf: 21,8%), welche die Untersuchungsstichprobe *n* bilden[22]. Sie stammen von 123 VV und 88 ARV. Da zwei der einbezogenen Personen mit mehreren Organfunktionen für ihre beiden Mandate geantwortet haben und ein Vorsitzender für jedes seiner drei Mandate, resultieren die Antworten von 207 verschiedenen natürlichen Personen (personenbezogener Rücklauf: 22,5%).

Die 211 eingegangenen Fragebögen verteilen sich auf 165 Unternehmen (unternehmensbezogener Rücklauf: 33,9%). Von diesen Gesellschaften sind 25 im DAX (Rücklauf: 83,3%), 32 im MDAX (Rücklauf: 64,0%), 9 im TecDAX (Rücklauf: 30,0%), 25 im SDAX (Rücklauf: 50,0%), 38 im (übrigen) Prime Standard (Rücklauf: 23,3%) und 36 im General Standard (Rücklauf: 22,0%) notiert[23]. Für insgesamt 46 Unternehmen liegen die Antworten sowohl für den VV als auch für den ARV vor[24].

III. Befunde

1. Auswertungskonzept

Die nachstehende Auswertung der Erhebungsergebnisse erfolgt zunächst getrennt für die beiden Untersuchungskomplexe der generellen Haltung gegenüber dem Kodexregime (Abschn. III. 2.) und der Auffassungen zur Zweckmäßigkeit der Kodexbestimmungen (Abschn. III. 3.). Neben dem arithmetischen Mittelwert und der Standardabweichung als üblichen Kennziffern wird dabei zur näheren Charakterisierung der (Häufigkeits-)Verteilungen mit dem Regimewert und dem Substanzwert je ein spezifischer Indikator gebildet, der die Bewertung der *Funktionalität des Regulierungssystems* bzw. der *Effizienz der inhaltlichen Substanz* des Kodex zum Ausdruck bringt. Diese beiden Maßgrößen resultieren aus einer Differenzbildung der auf die Randwerte der Likertskalen entfallenden prozentualen Anteile der Antworten und bringen damit in besonders anschaulicher Weise zum Ausdruck, inwieweit die Teilnehmer der Befragung einheitliche oder aber gegenteilige Positionen vertreten.

Zur Berechnung des *Regimewerts* werden zunächst für diejenigen Fragen, die mit ihren Erhebungsergebnissen in den Indikator eingehen[25], die ursprünglich 5-stufigen Skalen so transformiert und zu kompakten 3-stufigen Skalen verdichtet, dass die Stufe 1

13 Zusätzlich bot ein freier Teil den Befragten die Möglichkeit zu Kommentierungen ihrer Antworten und weiteren Anmerkungen. Aus Gründen des Umfangs kann auf diese Zusatzinformationen im Rahmen des vorliegenden Beitrags nicht näher eingegangen werden.

14 Siehe im Einzelnen Abschn. III. 2. b).

15 Siehe zur Abgrenzung der Empfehlungen und Anregungen im Einzelnen *v. Werder*, in: Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder, Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex, 4. Aufl. 2010, S. 397 ff., sowie zur aktuellen Kodexversion auf der Internetseite des BCCG unter www.bccg.tu-berlin.de.

16 Dezidiert in diese Richtung *Kremer*, ZIP 2011 S. 1177 (1179): „Man kann der Praxis nur raten, sich unmittelbar an die Kommission zu wenden und die Abschaffung von überflüssigen Kodexregeln zu fordern.".

17 Aus Gründen des Umfangs werden die diesbezüglichen Befunde im Folgenden nur punktuell eingebracht. Siehe insbesondere Abschn. III. 2. b) cc).

18 Die Grundgesamtheiten der drei Auswahlindizes MDAX, TecDAX und SDAX hätten sonst angepasst werden müssen. Von den angeschriebenen Gesellschaften mit ausländischem Sitz hat sich ein TecDAX-Unternehmen an der Erhebung beteiligt.

19 Die Fragebögen wurden den Adressaten per Post zugesandt. Die Mandatsträger hatten daneben auch die Möglichkeit, die Fragen in einem gesicherten elektronischen Verfahren zu beantworten.

20 Vier Personen haben insgesamt drei und 39 Personen jeweils zwei der Mandate inne.

21 Die Absagen wurden zu einem Großteil mit mangelnden Kapazitäten bzw. einer grundsätzlichen Nicht-Teilnahme an Befragungen begründet. Vereinzelt erklärten sich die angeschriebenen Personen auch als befangen bzw. verwiesen bei Mehrfachmandaten auf die Teilnahme für ein anderes Mandat.

22 Jeder auswertbare Fragebogen wurde zwar weitgehend, jedoch nicht in allen Fällen vollständig ausgefüllt. Zu unterscheiden ist daher von der Untersuchungsstichprobe *n* die Antwortstichprobe *n**, welche pro Frage die Zahl der antwortenden Teilnehmer abbildet und die Bezugsgröße der Häufigkeitsberechnungen darstellt.

23 Die Zuordnung zu einem Index wurde entsprechend der Angaben der Unternehmen vorgenommen, da sich die Zusammensetzung der Indizes während des Untersuchungszeitraums geändert hat.

24 Fünf Unternehmen gaben an, dass der ARV und der VV einer Meinung seien, und erklärten ausdrücklich, dass die Angaben für das jeweils andere Organ übernommen werden könnten.

25 Dies gilt für alle Fragen, die nicht explizit als Einstiegs- oder Zusatzfragen ausgewiesen sind. Die Befunde zu den Einstiegs- und Zusatzfragen dienen der Hintergrundinformation und können nicht zur eindeutigen Identifizierung der (positiven bzw. negativen) Haltung zum Kodexregime herangezogen werden. Siehe im Einzelnen Abschn. III. 2. b) aa)-dd).

(bzw. die Stufe 3) eine sehr oder eher positive (bzw. negative) Haltung gegenüber dem Kodexregime signalisiert und die Stufe 2 eine unentschiedene Position (teils/teils) repräsentiert. Sodann werden je Frage die relativen[26] Häufigkeiten der Antworten zum Skalen-Eckwert 3 von denjenigen zum Randwert 1 subtrahiert, um die diesbezügliche Funktionalität des Kodexregimes zu ermittelten[27]. Dabei kann sich der *Funktionalitätswert* pro Frage jeweils auf den Wertebereich von -100 bis +100 Prozentpunkten erstrecken. Aus den einzelnen Funktionalitätswerten ergibt sich schließlich als arithmetisches Mittel der Regimewert, dessen Wertespektrum sich ebenfalls von -100 bis +100 Punkten erstreckt. Dabei wird die Spanne von -100 bis unter -50 (+50 bis +100) bzw. über -50 bis unter 0 (0 bis unter +50) im Folgenden als stark bzw. schwach negativ (positiv) bezeichnet.

Analog zur Ermittlung der Regimequalität wird der *Substanzwert* des Kodexinhalts bestimmt. Zunächst erfolgt wiederum eine Überführung der 5-stufigen Ausgangsskalen in Skalen mit den drei Stufen 1 („sehr oder eher zweckmäßig"), 2 („teils/teils") und 3 („sehr oder eher unzweckmäßig"). Sodann werden für jede Empfehlung und Anregung die Anteile der Antworten bei den Skalen-Eckwerten 1 und 3 saldiert, um den (zwischen -100 und +100 liegenden) *Effizienzwert* pro Kodexbestimmung zu erhalten. Die einzelnen Effizienzwerte werden anschließend über alle Kodexbestimmungen zum Substanzwert des Kodexinhalts gemittelt, dessen Ausprägung wiederum zwischen -100 und +100 Prozentpunkten schwanken kann.

Um die Urteile der Befragungsteilnehmer zum Kodexregime und zur Kodexsubstanz zu einer gemeinsamen Maßzahl zu aggregieren, werden die Erhebungsergebnisse nach der separaten Auswertung schließlich zum Gesamtindikator der *Kodexeinstellung* zusammengeführt. Die Kodexeinstellung bringt gewissermaßen das in der Unternehmenspraxis gegenwärtig vorherrschende „Kodexklima" insgesamt zum Ausdruck. Sie errechnet sich als arithmetisches Mittel des Regime- und Substanzwerts und kann – analog zu seinen beiden Indikatoren – Werte zwischen -100 und +100 Punkten annehmen.

2. Zustimmung zum Kodexregime

a) Elemente des Kodexregimes

Um die im Schrifttum vorgetragenen wesentlichen Punkte der Kritik am Kodex zu bündeln, wurden für die Befragung insgesamt vier Elemente des Kodexregimes unterschieden. Das erste Regimeelement betrifft die grundlegende *Regulierungsphilosophie des Kodex*, deren Funktionsfähigkeit prinzipiellen Zweifeln begegnet. Es nimmt vor allem Bezug auf den in der Literatur postulierten erheblichen Befolgungsdruck, wonach die rechtliche Verankerung in § 161 AktG dem Kodex eine quasi-gesetzliche Wirkungskraft verleiht[28]. Unter Verweis auf die aktuelle Rspr. wird darüber hinaus kritisiert, dass die Erklärungs- und Begründungspflicht ein gestiegenes Risiko von Anfechtungsklagen bewirkt[29].

Der zweite Fragenkomplex befasst sich mit der Institutionalisierung und Arbeitsweise der *Regierungskommission*. Im Mittelpunkt steht hier namentlich die Auffassung einer unzureichenden verfassungsrechtlichen Legitimation des Expertengremiums[30]. Ein weiterer Punkt betrifft die Forderung nach einer Einbindung der betroffenen Unternehmen und interessierten Fachkreise im Vorfeld von Kodexänderungen[31].

Die *Struktur und Entwicklung der Kodexbestimmungen* bildet das Thema des dritten Regimeelements. Hier werden insbesondere die bemängelte hohe Änderungsfrequenz der Bestimmungen und das Übermaß der Regulierung im Kodex aufgegriffen[32].

Der vierte und letzte Fragenkomplex zum Kodexregime ist den generellen *Wirkungen des Kodex* gewidmet. Die Befragungsteilnehmer wurden hier konkret um eine Stellungnahme gebeten, inwieweit der Kodex seine Ordnungs- und Kommunikationsfunktion[33] bisher erfüllt hat.

b) Befunde zum Kodexregime

aa) Regulierungskonzept des Kodex

Mit Blick auf die Kritik am Regulierungssystem des Kodex wurden die Teilnehmer zunächst befragt, inwiefern die im *comply or explain*-System angelegte Möglichkeit, von den Kodexbestimmungen abweichen zu können, in der Praxis faktisch eingeschränkt ist. Die Befragten konnten dabei ihre Antworten auf einer 5-stufigen Skala mit den Randwerten 1 für „gar nicht eingeschränkt" und 5 für „sehr stark eingeschränkt" einordnen. Sofern sich die Mandatsträger einem solchen faktischen Befolgungsdruck ausgesetzt fühlen, wurden sie in einer Zusatzfrage um Auskunft gebeten, welche konkreten Akteure diesen Druck erzeugen.

Im Rahmen eines *comply or explain*-Ansatzes können gut begründete Abweichungen von einzelnen Bestimmungen des Kodex durchaus eine sachgerechte CG signalisieren[34]. Dieser Gedanke einer „sinnvollen Abweichungskultur" wird in der aktuellen Diskussion zunehmend unterstrichen[35]. Vor diesem Hintergrund sollten die Teilnehmer in einer weiteren Zusatzfrage angeben, mit welcher Wahrscheinlichkeit (1 = „sehr wahrscheinlich" bis 5 = „sehr unwahrscheinlich") eine Ablehnung von Kodexstandards zukünftig eher als bisher erfolgen wird.

Neben dem Themenkomplex des Befolgungsdrucks wurden die Befragungsteilnehmer gebeten, zum Risiko von Anfechtungsklagen Stellung zu nehmen. Konkret war hier gefragt, in-

---

26 Bezogen auf die Zahl der Teilnehmer *n**, welche die betreffende Frage beantwortet haben. Siehe zur Begründung eventueller Differenzen zwischen der Untersuchungsstichprobe *n* und der Antwortstichprobe *n** nochmals Fn. 22.

27 So ergibt sich z. B. der in Tab. 2 für das Konsultationsverfahren ausgewiesene Funktionalitätswert mit [(0,5% + 1,4%) – (18,8% + 76,3%) =] -93,2 Prozentpunkten. Nachrichtlich sei erwähnt, dass die Antworten zum Skalenwert 2 (teils/teils) damit als neutral gewertet werden (so auch die Konstruktion vergleichbarer Kennziffern wie z. B. des Ifo-Geschäftsklimas oder des Konsumklimas, siehe hierzu www.cesifo-group.de/de/link/_indexgsk/erlaeut_gk.htm bzw. www.gfk.com/imperia/md/content/gfk_konsumklima_europa/methodenbeschreibung_kk-europa_d.pdf). Ihre relative Häufigkeit ist nur insofern von Bedeutung, als die Antworten zu 1 und 3 einen nennenswerten Anteil aller Befragungsteilnehmer repräsentieren sollten. Diese Bedingung ist bei den vorliegenden Daten in der Gesamtbetrachtung aller Unternehmen ausnahmslos erfüllt.

28 Vgl. dazu *Hüffer,* AktG, 9. Aufl. 2010, § 161 Rdn. 4; *Hoffmann-Becking,* a.a.O. (Fn. 12), S. 353; *ders.,* ZIP 2011 S. 1173 (1173 f.); *Wernsmann/Gatzka,* NZG 2011 S. 1001 (1006).

29 Siehe *Kremer,* ZIP 2011 S. 1177 (1179); *Priester,* ZIP 2011 S. 2084; *Spindler,* NZG 2011 S. 1007 (1012); *Waclawik,* ZIP 2011 S. 885 (891).

30 Vgl. *Hommelhoff/Schwab,* in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl. 2009, S. 71 (83 ff.); *Hüffer,* a.a.O. (Fn. 28), § 161 Rdn. 4; *Spindler,* NZG 2011 S. 1007; *Hoffmann-Becking,* a.a.O. (Fn. 12), S. 353; *Wernsmann/Gatzka,* NZG 2011 S. 1001 (1006 f.); *Harbarth,* DB 2011 Standpunkte S. 53. Dagegen jüngst *Lutter,* Börsen-Zeitung vom 9. 3. 2012.

31 Vgl. *Hoffmann-Becking,* a.a.O. (Fn. 12), S. 353; *Bachmann,* AG 2011 S. 181 (193); *Spindler,* NZG 2011 S. 1007 (1009). Die Kommission hat auf diesen in der Literatur wiederholt unterstrichenen Kritikpunkt inzwischen reagiert, siehe Pressemitteilung der Kommission vom 4. 5. 2011.

32 Vgl. *Mülbert,* ZHR (174) 2010 S. 375; *Kremer,* ZIP 2011 S. 1177 (1179).

33 Zu diesen beiden Kodexfunktionen *v. Werder,* DB 2002 S. 801 (802 f.); *Seibt,* AG 2002 S. 249 (250); *Schüppen,* DB 2002 S. 1117 (1117).

34 Dieser Aspekt ist in der Kodexdiskussion schon früh thematisiert worden, vgl. z. B. *v. Werder/Talaulicar,* DB 2005 S. 841 (846).

35 So z. B. vom Kommissionsvorsitzenden *Müller* auf der 10. Konferenz DCGK am 30. 6. 2011; *v. Werder,* DB 2011 Standpunkte S. 49 (50).

wiefern das Anfechtungsrisiko für die Praxis „kein Problem" (1) bzw. „ein großes Problem" (5) darstellt.

Bei der Beurteilung des faktischen Zwangs zur Umsetzung der Kodexbestimmungen zeigt sich, dass (mit einem Anteil von 38,1% + 2,9% = 41,0%) eine große Zahl der Unternehmen grds. einen solchen Befolgungsdruck verspürt (siehe Tab. 1[36]). Der Wert von -15,2 Prozentpunkten markiert hier eine eindeutig negative Haltung zur Funktionalität des Kodexregimes. Dabei werden als wesentliche Treiber an erster Stelle die professionellen Stimmrechtsvertreter (*proxy advisor*) gesehen, gefolgt von den Medien und (erst an dritter Stelle) den Eigenkapitalgebern. Ferner ist – möglicherweise auch als Folge des wahrgenommenen Befolgungsdrucks – eine künftig stärkere Ablehnung von Kodexregelungen nach den Erhebungsbefunden eher nicht zu erwarten. Wenngleich (mit 38,1% für die mittlere Antwortkategorie) ein nicht zu vernachlässigender Anteil der Befragten diesbezüglich auf eine klare Positionierung verzichtet, hält immerhin knapp die Hälfte (48,1%) dies für eher oder sehr unwahrscheinlich.

	1	2	3	4	5	x̄	s	n*	*Fw*
	%								
Befolgungsdruck	4,3	21,4	33,3	38,1	2,9	3,14	0,93	**210**	*- 15,2*
Anfechtungsklagen	16,7	21,9	20,0	29,0	12,4	2,99	1,29	**210**	*- 2,9*
								Durchschnittlicher Funktionalitätswert	***- 9,0***

Legende: 1 bis 5 siehe Text; x̄ = Mittelwert; s = Standardabweichung; n* = Antwortstichprobe; Fw = Funktionalitätswert.

Tab. 1: Zustimmung zum Regulierungskonzept

In Bezug auf die Beurteilung der Gefahr von Anfechtungsklagen sehen zwar immerhin (29,0% + 12,4% =) 41,4% der Befragten ein (mehr oder weniger) großes Problem. Diesen steht jedoch ein verhältnismäßig großer Anteil an Mandatsträgern gegenüber, für die Anfechtungsklagen (eher) kein Problem darstellen. Der Funktionalitätswert von -2,9 Prozentpunkten bringt damit insoweit wiederum eine kritische Einstellung zum Ausdruck. Insgesamt liegt die Zustimmung zum Regulierungskonzept des Kodex mit -9,0 Punkten dementsprechend im leicht negativen Bereich.

bb) Regierungskommission DCGK

In Anbetracht der in der Diskussion zum Teil fundamentalen Hinterfragung der Regierungskommission wurde den Untersuchungsteilnehmern in diesem Themenkomplex zunächst die Einstiegsfrage gestellt, ob wichtige Regelungen zur CG eher durch den demokratisch gewählten Gesetzgeber oder eine Expertenkommission erfolgen sollten. Daraufhin war dazu Stellung zu nehmen, ob – z. B. durch eine gesetzliche Ermächtigung des BMJ für die Bildung und Zusammensetzung der Kommission[37] – eine stärkere verfassungsrechtliche Legitimation der Kommission erfolgen sollte. Weiterhin war anzugeben, inwiefern Kodexänderungen nur nach einem öffentlichen Konsultationsverfahren beschlossen werden sollten.

Im Rahmen der Einstiegsfrage spricht sich die Mehrheit der Teilnehmer (63,3%) für eine Beibehaltung des bisherigen Regelungsmodus auf dem Gebiet der CG aus. Ein nicht zu vernachlässigender Anteil von immerhin fast 40% würde dagegen bei wichtigen Fragen eine Normierung durch den Gesetzgeber vorziehen.

Die Notwendigkeit einer stärkeren Verfahrensregelung wird besonders kontrovers beurteilt. Die relative Mehrheit von 48,8%, die eine solche Form der Institutionalisierung befürwortet, ist mit einer beachtlichen Gegenmeinung von 34,8% der Mandatsträger konfrontiert (siehe Tab. 2). Zum Konsultationsverfahren herrscht unter den Befragten hingegen weitgehende Einigkeit, indem sich 95,1% der Teilnehmer für ein solches Verfahren aussprechen. Der deutlich negative Funktionalitätswert von -93,2 Prozentpunkten an dieser Stelle bringt damit zum Ausdruck, dass der bisherige Verzicht auf eine solche Einbindung der Fachkreise sehr kritisch gesehen wurde[38] und die Kommission mit der nunmehrigen Einführung eines solchen Prozesses nach Auffassung der Praxis jetzt den richtigen Weg eingeschlagen hat.

	1	2	3	4	5	x̄	s	n*	*Fw*
	%								
Verfahrensregelung	18,4	16,4	16,4	22,2	26,6	3,22	1,46	**207**	*- 14,0*
Konsultationsverfahren	0,5	1,4	2,9	18,8	76,3	4,69	0,65	**207**	*- 93,2*
								Durchschnittlicher Funktionalitätswert	***- 53,6***

Legende: 1 = „stimme gar nicht zu", 5 = „stimme voll zu".

Tab. 2: Zustimmung zur Arbeitsweise der Regierungskommission

cc) Struktur und Entwicklung der Kodexbestimmungen

In Hinblick auf die Struktur der Kodexbestimmungen und ihre Entwicklung im Zeitablauf wurde zum einen gefragt, inwiefern die Häufigkeit der Änderungen nachvollziehbar ist und ob die grundsätzliche Differenzierung zwischen den (bereits als *best practice* anerkannten) Empfehlungen und den (in der Unternehmenspraxis noch nicht so weitgehend etablierten) Anregungen beibehalten werden sollte. Ferner wurden die Teilnehmer gebeten, sich im Rahmen von Zusatzfragen für eine maximale Anzahl an Kodexregelungen auszusprechen und zur Präzision[39] der Bestimmungen Stellung zu nehmen.

Die Änderungsfrequenz der Kodexbestimmungen übersteigt (mit 51,7%) für gut die Hälfte der Teilnehmer ein nachvollziehbares Maß (Funktionalitätswert: -26,3 Punkte, siehe Tab. 3). Dagegen stimmen die Teilnehmer mit immerhin 88,1% weitgehend darin überein, dass die Unterscheidung zwischen Empfehlungen und Anregungen beibehalten werden sollte. Hieraus ergibt sich mit 79,5 Punkten der höchste Funktionswert aller Einzelaspekte des Kodexregimes.

	1	2	3	4	5	x̄	s	n*	*Fw*
	%								
Änderungsfrequenz	7,7	17,7	23,0	33,0	18,7	3,37	1,19	**209**	*- 26,3*
E vs. A	68,6	19,5	3,3	3,3	5,2	1,57	1,07	**210**	*79,5*
								Durchschnittlicher Funktionalitätswert	***26,6***

Legende: 1 = „stimme voll zu", 5 = „stimme gar nicht zu"; E = Empfehlung; A = Anregung.

Tab. 3: Zustimmung zur Struktur und Entwicklung der Kodexbestimmungen

Im Rahmen der Zusatzfragen sprechen sich nahezu alle Teilnehmer (95,5%; n* = 206) für eine Verringerung der Anzahl der

36 Die Werte in den Tabellen können Rundungsdifferenzen enthalten.

37 Siehe zu diesem Vorschlag *Ulmer,* ZHR 2002 S. 150 (161 ff.); *Hoffmann-Becking,* a.a.O. (Fn. 12), S. 341 f.; *Spindler,* NZG 2011 S. 1007 (1008 f.); *Harbarth,* DB 2011 Standpunkte S. 53.

38 Die Gesamthaltung zur bisherigen Arbeitsweise der Regierungskommission fällt denn auch mit insgesamt -53,6 Punkten unter allen Regimeelementen am negativsten aus.

39 Zu den mitunter großen Interpretationsspielräumen von Kodexbestimmungen, z. B. *Bernhardt,* BB 2008 S. 1686 (1689); *v. Werder,* in: FS Hopt 2010 S. 1471 (1477 ff.); *v. Werder/Böhme,* DB 2011 S. 1285; *Theisen,* Der Aufsichtsrat 2011 S. 121; *Harbarth,* DB 2011 Standpunkte S. 53 (54); *Busse,* SZ vom 24. 10. 2011 S. 17. Vgl. auch *Schüppen,* ZIP 2002 S. 1269 (1278) zur Kritik am „hohe(n) Detaillierungsgrad der Kodexbestimmungen".

aktuell 106 Kodexbestimmungen aus, wobei immerhin 63,6% sogar für weniger als 60 Empfehlungen und Anregungen plädieren. Aufschlussreich sind an dieser Stelle die Befunde zur eventuellen Überflüssigkeit[40] der einzelnen Regelungen des Kodex. Zum einen müssten für eine entsprechende Reduktion mehr als 40 Standards gestrichen werden. Allerdings benennt nur eine kleine Minderheit der Mandatsträger von 7,3% (n* = 206) eine entsprechend große Zahl entbehrlicher Kodexbestimmungen. Zum anderen wird keine einzige konkrete Empfehlung oder Anregung von der Mehrheit der Befragten als überflüssig eingeordnet[41].

In Hinblick auf die Konkretisierung der Kodexbestimmungen zeigt sich, dass die Untersuchungsteilnehmer die Regelungen zwar (mit 33,1%; n* = 208) eher als zu detailliert denn als zu allgemein (mit 15,3%) ansehen. Bemerkenswert ist aber, dass sich mehr als die Hälfte der Befragten an dieser Stelle nicht eindeutig festlegt, sondern für die Mittelkategorie (teils/teils) entscheidet.

dd) Kodexwirkungen

Um die wahrgenommene Funktionserfüllung des Kodex zu ermitteln, wurde zum einen nach seinem Einfluss auf die Qualität der Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen (Ordnungsfunktion des Kodex) gefragt. Zum anderen sollten die Teilnehmer angeben, inwiefern der Kodex das Standing deutscher Unternehmen auf den internationalen Kapitalmärkten (Kommunikationsfunktion) beeinflusst hat.

Hinsichtlich der Wirkungsweise des Kodex zeichnen die Antworten ein einheitlich positives Bild. Nach Auffassung von immerhin 70,8% der Teilnehmer hat das Regelwerk seine Aufgabe zur Verbesserung der Unternehmensführung erfüllt (siehe Tab. 4). Auch die Information der internationalen Kapitalmärkte über das deutsche System der Unternehmensverfassung hat sich für mehr als die Hälfte der Befragten (62,2%) so bewährt, dass das Standing deutscher Unternehmen international (eher) verbessert werden konnte. Beide Funktionalitätswerte liegen daher im deutlich positiven Bereich.

	1	2	3	4	5	$\bar{x}$	s	n*	*Fw*
	%								
Ordnungsfunktion	19,6	51,2	25,8	1,9	1,4	2,14	0,80	**209**	*67,5*
Kommunikationsfunktion	16,3	45,9	36,4	1,0	0,5	2,23	0,74	**209**	*60,8*
Durchschnittlicher Funktionalitätswert									***64,1***

Legende: 1 = „positiv beeinflusst", 5 = „negativ beeinflusst".

Tab. 4: Zustimmung zur Funktionserfüllung des Kodex

c) Gesamtbeurteilung des Kodexregimes

Die Beurteilung des Kodexregimes weist einen Wert von 7,0 Prozentpunkten auf und liegt folglich nur knapp im positiven Bereich (siehe Tab. 5). Vor dem Hintergrund der teils massiven Kritik in der Literatur fällt die Befürwortung der derzeitigen Regulierungsform qua Kodex in der Summe damit aber immerhin – wenn auch nur leicht – stärker aus als ihre Ablehnung. Dabei variiert die Haltung zum Kodexsystem zwischen den einzelnen Börsensegmenten. So bewegt sich der spezifische Regimewert bei den Unternehmen des SDAX nahe der kritischen Schwelle Null. Im Kreis der DAX-, MDAX- und TecDAX-Unternehmen liegt er zwar höher, bleibt jedoch unter dem Durchschnitt, während er im Prime und General Standard überdurchschnittlich ausfällt[42]. Zwischen den VV und ARV hingegen zeigen sich keine nennenswerten Unterschiede.

DAX	MDAX	TecDAX	SDAX	Prime	General	Gesamt	VV	ARV
5,9	6,6	5,4	2,7	9,7	10,0	7,0	7,0	7,1

Tab. 5: Regimewert des Kodex nach Börsensegmenten und Mandatsträgern

3. Zweckmäßigkeit des Kodexinhalts

a) Abstufung der Zweckmäßigkeit

Die folgende Darstellung des Niveaus der Zweckmäßigkeit der einzelnen Kodexbestimmungen greift neben dem arithmetischen Mittel der Beurteilungen als überschlägiger *Zweckmäßigkeitsnote* vor allem auf die oben eingeführte[43] Kennziffer des Effizienzwerts zurück. Diese Größe bildet einen anschaulichen und vergleichbaren Gradmesser für das Maß an Übereinstimmung bzw. Dissens der befragten Mandatsträger in der Bewertung der Regelungen. Sie vermittelt damit insbesondere einen kompakten Eindruck, inwieweit die betrachteten Kodexstandards aufgrund uneinheitlicher Beurteilungen auffällig sind.

Um das Zweckmäßigkeitsniveau der einzelnen Regelungen einordnen zu können, werden im Folgenden zunächst die fünf Stufen der mehrheitlich und der relativ zweckmäßigen, der ambivalenten sowie der relativ und der mehrheitlich unzweckmäßigen Kodexbestimmungen eingeführt (siehe Abb. 1). Zur weiteren Feinabstufung der ersten drei Niveaustufen dienen darüber hinaus die Kategorien der unproblematischen sowie der schwach und der stark problematischen Regelungen.

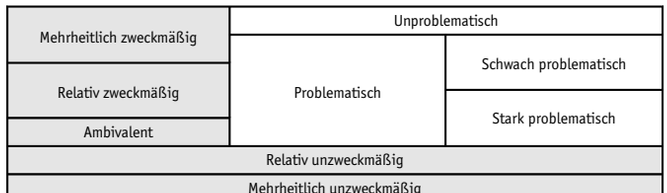

Abb. 1: Stufen der Zweckmäßigkeit

Eine *mehrheitlich zweckmäßige Kodexbestimmung* zeichnet sich dadurch aus, dass über die Hälfte der antwortenden Erhebungsteilnehmer die fragliche Regelung als (eher oder sehr) zweckmäßig beurteilt. Bei einer *relativ zweckmäßigen Bestimmung* liegt der Anteil der positiven Bewertungen dagegen bei höchstens 50%. Zugleich ist der Effizienzwert hier größer als Null, sodass der Anteil der positiv urteilenden Mandatsträger denjenigen der Teilnehmer mit negativer Bewertung übersteigt. Die ambivalent eingeschätzten oder kurz *ambivalenten Kodexbestimmungen* trennen die (mehrheitlich oder relativ) zweckmäßigen von den (relativ oder mehrheitlich) unzweckmäßigen Regelungen und repräsentieren den Sonderfall, in dem der Effizienzwert exakt Null beträgt und die positiven wie negativen Beurteilungen sich folglich die Waage halten. Bei den relativ und den mehrheitlich unzweckmäßigen Standards schließlich liegen die Effizienzwerte jeweils im negativen Bereich. Dabei handelt es sich um eine *relativ* bzw. *mehrheitlich unzweckmäßige Bestimmung*, wenn der Anteil der negativ urteilenden Erhebungsteilnehmer zugleich höchstens bzw. mehr als die Hälfte aller Teilnehmer ausmacht.

40 Siehe nochmals Abschn. II. 1.
41 Mit 30,3% bleibt auch die am ehesten als überflüssig angesehene Bestimmung E8 (Zugänglichkeit alter Entsprechenserklärungen) weit unter 50%.
42 Dieser Befund ist insoweit besonders bemerkenswert, als die Unternehmen dieser beiden Segmente bei der erklärten Kodexakzeptanz [vgl. dazu *v. Werder/Talaulicar*, DB 2010 S. 853 (861)] ansonsten eher zurückhaltend sind.
43 Siehe Abschn. III. 1.

Um die zweckmäßigen (einschließlich der ambivalenten) Regelungen noch feiner zu differenzieren, werden die Standards dieser Gruppe weitergehend danach klassifiziert, ob sie zumindest von einer nennenswerten Anzahl der Befragungsteilnehmer als eher oder sogar sehr unzweckmäßig eingeschätzt werden und in diesem Sinne auffallen. Dabei liegen *unauffällige* oder synonym auch *unproblematische Bestimmungen* vor, wenn der Effizienzwert mindestens 50 Prozentpunkte beträgt[44]. Anderenfalls (also zwischen weniger als 50 und 0 Punkten) handelt es sich um *problematische Regelungen*, die bis zu einem Wert von 25 Punkten als *schwach problematisch* und im Wertebereich von unter 25 bis 0 als *stark problematisch* bezeichnet werden. Diese problematischen Bestimmungen bilden gemeinsam mit den (relativ oder mehrheitlich) unzweckmäßigen Regelungen die Gruppe der *auffälligen Kodexstandards*, die unter Effizienzgesichtspunkten einer näheren Analyse bedürfen.

b) Befunde zum Kodexinhalt

aa) Zweckmäßigkeitsniveau der einzelnen Kodexbestimmungen

Die befragten Mandatsträger beurteilen die Effizienz der sieben Bestimmungen zum Themenkomplex *Aktionäre und Hauptversammlung* im 2. Abschnitt des Kodex auf der 5-stufigen Skala insgesamt mit der Durchschnittsnote 2,23 (siehe Tab. 6). Sie sehen diese Regelungen somit auf der Basis ihrer Erfahrungen als (im Vergleich zur mittleren Note 3) tendenziell zweckmäßig an, wobei sich allerdings zwischen den Standards nicht unbeachtliche Unterschiede zeigen. So reichen die durchschnittlichen Einzelurteile von 1,80 (bei Anregung A1) bis zu 3,16 (A3). Damit findet sich in diesem Abschnitt zugleich auch die (gemessen an der Durchschnittsnote) unzweckmäßigste Anregung A3.

E/A	Tz.	1	2	3	4	5	n*	x̄	s	*Ew*
		%								
A1	2.2.4 S. 2	54,2	24,7	11,5	6,0	3,6	**166**	1,80	1,09	*69,3*
E1	2.3.2	44,2	26,3	16,3	6,8	6,3	**190**	2,05	1,20	*57,4*
E2	2.3.3 S. 1	34,6	32,5	27,1	4,3	1,6	**188**	2,06	0,96	*61,2*
E3	2.3.3 S. 2	27,0	36,0	25,9	5,8	5,3	**189**	2,26	1,08	*51,9*
E4	2.3.3 S. 3 1. HS	41,1	35,5	15,7	4,1	3,6	**197**	1,93	1,02	*69,0*
A2	2.3.3 S. 3 2. HS	26,1	31,5	27,2	9,8	5,4	**184**	2,37	1,13	*42,4*
A3	2.3.4	12,6	16,0	32,0	21,7	17,7	**175**	3,16	1,25	*- 10,9*
	Gesamt	**34,2**	**29,2**	**22,3**	**8,2**	**6,1**		**2,23**	**1,18**	***48,6***

Legende: E/A = Empfehlung/Anregung; 1 = „sehr zweckmäßig"; 2 = „eher zweckmäßig"; 3 = „teils/teils"; 4 = „eher unzweckmäßig"; 5 = „sehr unzweckmäßig"; Ew = Effizienzwert.

Tab. 6: Zweckmäßigkeitsniveau der Bestimmungen in Abschnitt 2

Gemessen an den Effizienzwerten, liegen fünf der sieben Bestimmungen im unauffälligen Bereich. Die zwei verbleibenden Regelungen sind i. S. der eingeführten Abstufungen der Effizienz als schwach problematisch (A2) bzw. als relativ unzweckmäßig (A3) einzuordnen. Die tendenziell eher negative Einschätzung dieser beiden Anregungen bewirkt, dass der durchschnittliche Effizienzwert dieses Abschnitts mit 48,6 Prozentpunkten ebenfalls einen gewissen, wenn auch (sehr) schwachen Problemgehalt anzeigt.

Für die Regelungen zum *Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat* (Abschnitt 3) spricht die durchschnittliche Gesamtnote mit einem Wert von 2,51 zwar weiterhin der Tendenz nach eher für die Effizienz der Bestimmungen (siehe Tab. 7). Sie markiert im Kreis der sechs Abschnitte allerdings die schlechteste Bewertung, wobei sich die mittleren Einzelurteile zwischen 2,16 (A5) und 3,01 (E6) bewegen.

E/A	Tz.	1	2	3	4	5	n*	x̄	s	*Ew*
		%								
E5	3.4 Abs. 3 S. 1	25,1	35,8	31,0	5,9	2,1	**187**	2,24	0,97	*52,9*
A4	3.6 Abs. 1	21,4	32,1	26,4	12,0	8,2	**159**	2,53	1,19	*33,3*
A5	3.6 Abs. 2	29,2	33,9	29,2	6,4	1,2	**171**	2,16	0,96	*55,6*
A6	3.7 Abs. 3	26,5	32,8	28,6	6,9	5,3	**189**	2,32	1,10	*47,1*
E6	3.8 Abs. 3	13,3	26,1	27,8	12,2	20,6	**180**	3,01	1,32	*6,7*
E7	3.10 S. 1	27,6	36,7	24,1	9,1	2,5	**199**	2,22	1,03	*52,8*
A7	3.10 S. 3	11,2	33,0	35,2	12,3	8,4	**179**	2,74	1,08	*23,5*
E8	3.10 S. 4	12,0	21,6	36,5	19,8	10,2	**167**	2,95	1,14	*3,6*
	Gesamt	**21,0**	**31,7**	**29,8**	**10,4**	**7,2**		**2,51**	**1,14**	***34,4***

Tab. 7: Zweckmäßigkeitsniveau der Bestimmungen in Abschnitt 3

Im Unterschied zum vorangehenden Kodexabschnitt erweist sich in Abschnitt 3 mit fünf Regelungen ein deutlich größerer Anteil der Bestimmungen als auffällig. Während die beiden Anregungen A4 und A6 nur schwach problematisch sind, zählen die Anregung A7 und namentlich die beiden Empfehlungen E6 und E8 zu den stark problematischen Standards. Dementsprechend weist dieser Kodexteil (mit 34,4 Prozentpunkten) den niedrigsten Effizienzwert aller Abschnitte auf.

Die (21) Empfehlungen und Anregungen zum *Vorstand* in Abschnitt 4 bewegen sich insgesamt mit der Zweckmäßigkeitsnote 2,07 im Mittelfeld aller Kodexteile (siehe Tab. 8). Die Spannweite der durchschnittlichen Einschätzungen reicht von 1,47 für Empfehlung E28 bis 2,80 (E10).

E/A	Tz.	1	2	3	4	5	n*	x̄	s	*Ew*
		%								
E9	4.1.5 1. HS	19,8	35,2	26,4	12,6	6,0	**182**	2,50	1,12	*36,3*
E10	4.1.5 2. HS	11,6	31,5	32,0	14,9	9,9	**181**	2,80	1,13	*18,2*
E11	4.2.1 S. 1 1. HS	47,5	31,5	15,5	1,7	3,9	**181**	1,83	1,01	*73,5*
E12	4.2.1 S. 1 2. HS	54,6	29,0	10,9	2,2	3,3	**183**	1,70	0,98	*78,2*
E13	4.2.1 S. 2	57,5	30,5	10,5	1,0	0,5	**200**	1,57	0,76	*86,5*
E14	4.2.2 Abs. 1 2. HS	38,5	26,0	20,3	7,3	7,8	**192**	2,20	1,24	*49,5*
E15	4.2.2 Abs. 1 3. HS	29,3	31,8	24,2	9,6	5,1	**198**	2,29	1,13	*46,5*
E16	4.2.2 Abs. 3	27,8	29,0	22,5	10,1	10,7	**169**	2,47	1,28	*36,1*
E17	4.2.3 Abs. 2 S. 2	51,0	31,6	14,8	1,5	1,0	**196**	1,70	0,85	*80,1*
E18	4.2.3 Abs. 2 S. 4	40,1	36,6	16,2	5,6	1,5	**197**	1,92	0,96	*69,5*
E19	4.2.3 Abs. 3 S. 2	35,2	35,2	17,0	11,0	1,7	**182**	2,09	1,05	*57,7*
E20	4.2.3 Abs. 3 S. 3	33,7	33,2	19,3	8,9	5,0	**202**	2,18	1,14	*53,0*
E21	4.2.3 Abs. 4 S. 1	33,3	38,0	16,4	7,2	5,1	**195**	2,13	1,11	*59,0*
E22	4.2.3 Abs. 4 S. 2	19,1	41,5	25,1	7,1	7,1	**183**	2,42	1,09	*46,5*
E23	4.2.3 Abs. 5	27,6	37,8	23,0	8,7	3,1	**196**	2,22	1,04	*53,6*
E24	4.2.3 Abs. 6	26,0	38,5	19,3	12,5	3,7	**192**	2,29	1,09	*48,4*
E25	4.2.5 Abs. 1	20,0	32,8	28,2	8,2	10,8	**195**	2,57	1,21	*33,9*
E26	4.2.5 Abs. 2	20,0	42,6	25,6	7,7	4,1	**195**	2,33	1,01	*50,8*
E27	4.3.4 S. 1	62,6	26,2	9,2	1,0	1,0	**206**	1,51	0,78	*86,9*
E28	4.3.4 S. 3	65,4	26,4	5,8	1,0	1,4	**208**	1,47	0,77	*89,4*
E29	4.3.5	58,7	27,2	10,7	1,9	1,5	**206**	1,60	0,86	*82,5*
	Gesamt	**37,5**	**32,9**	**18,5**	**6,6**	**4,4**		**2,07**	**1,10**	***58,9***

Tab. 8: Zweckmäßigkeitsniveau der Bestimmungen in Abschnitt 4

Die Effizienzwerte weisen acht der Bestimmungen zum Vorstand als auffällig aus. Dabei sind sieben Empfehlungen (E9; E14-E16; E22; E24; E25) als – mehr oder weniger – schwach problematisch einzustufen, während lediglich E10 stark problematisch ist. Der durchschnittliche Effizienzwert dieses Abschnitts i. H. von 58,9 Punkten liegt (anders als bei den beiden

44 Nachrichtlich sei darauf hingewiesen, dass mehrheitlich zweckmäßige Regelungen somit nicht stets, sondern nur dann als unproblematisch gelten können, wenn die Differenz zwischen positiven und negativen Bewertungen erheblich ist, genauer: mindestens die Hälfte aller Befragten ausmacht.

vorangehenden Abschnitten) insgesamt im unproblematischen Bereich.

Der fünfte und mit 48 Regelungen umfangreichste Abschnitt des DCGK zum *Aufsichtsrat* erreicht mit einer durchschnittlichen Benotung von 2,26 zwar den zweitschlechtesten Wert aller Kodexabschnitte (siehe Tab. 9). Die Gesamtbewertung tendiert damit jedoch auch hier noch eher zur Zweckmäßigkeit. Die Mittelwerte der einzelnen Bestimmungen schwanken recht stark zwischen 1,32 (E37) und 3,31 (E62). Bemerkenswert ist ferner, dass sowohl die unter allen Empfehlungen bzw. Anregungen am positivsten eingeschätzten Regelungen (E37 bzw. A11) als auch die am ineffizientesten eingestufte Empfehlung (E62) Bestandteil dieses Abschnitts sind.

E/A	Tz.	1	2	3	4	5	n*	x̄	s	*Ew*
		%								
E30	5.1.2 Abs. 1 S. 2 1. HS	27,3	29,0	25,1	10,9	7,7	**183**	2,43	1,21	*37,7*
E31	5.1.2 Abs. 1 S. 2 2. HS	10,2	26,1	31,8	15,3	16,5	**176**	3,02	1,22	*4,5*
E32	5.1.2. Abs. 1 S. 3	42,6	31,0	18,8	5,1	2,5	**197**	1,94	1,02	*66,0*
A8	5.1.2 Abs. 1 S. 4	39,9	28,3	16,8	9,3	5,8	**173**	2,13	1,20	*53,2*
A9	5.1.2 Abs. 2 S. 1	22,3	33,7	28,0	8,3	7,8	**193**	2,46	1,15	*39,9*
E33	5.1.2 Abs. 2 S. 2	23,9	37,2	25,0	8,5	5,3	**188**	2,34	1,09	*47,3*
E34	5.1.2 Abs. 2 S. 3	19,4	26,3	29,7	12,6	12,0	**175**	2,71	1,25	*21,1*
E35	5.1.3	62,2	26,4	10,0	0,5	1,0	**201**	1,52	0,77	*87,1*
E36	5.2 Abs. 2 S. 1	50,5	28,1	17,4	2,0	2,0	**196**	1,77	0,94	*74,5*
A10	5.2 Abs. 2 S. 2	28,3	27,3	24,6	12,8	7,0	**187**	2,43	1,22	*35,8*
E37	5.2 Abs. 3 S. 1	74,7	20,5	3,7	0,5	0,5	**190**	1,32	0,62	*94,2*
E38	5.2 Abs. 3 S. 3	66,8	22,5	8,7	1,0	1,0	**196**	1,47	0,78	*87,3*
E39	5.3.1 S. 1	39,8	31,7	18,3	7,0	3,2	**186**	2,02	1,07	*61,3*
E40	5.3.2 S. 1	55,2	24,5	11,5	5,2	3,7	**192**	1,78	1,07	*70,8*
E41	5.3.2 S. 2 1. HS	58,2	30,1	7,1	3,6	1,0	**196**	1,59	0,85	*83,7*
E42	5.3.2 S. 2 2. HS	52,3	29,4	14,7	2,5	1,0	**197**	1,71	0,88	*78,2*
A11	5.3.2 S. 3 1. HS	49,5	29,2	15,1	5,2	1,0	**192**	1,79	0,95	*72,4*
A12	5.3.2 S. 3 2. HS	33,5	24,9	22,2	11,4	8,1	**185**	2,36	1,27	*38,9*
E43	5.3.3	19,5	31,1	24,4	11,6	13,4	**164**	2,68	1,28	*25,6*
A13	5.3.4 S. 1	17,2	32,5	25,8	12,9	11,7	**163**	2,69	1,23	*25,2*
A14	5.3.5	19,0	25,8	27,0	12,9	15,3	**163**	2,80	1,31	*16,6*
E44	5.4.1 Abs. 2 S. 1 1. HS	13,5	25,8	39,3	11,8	9,6	**178**	2,78	1,12	*18,0*
E45	5.4.1 Abs. 2 S. 1 2. HS	20,7	30,4	33,2	7,1	8,7	**184**	2,53	1,15	*35,3*
E46	5.4.1 Abs. 2 S. 1 3. HS	11,2	27,2	29,6	18,9	13,0	**169**	2,95	1,20	*6,5*
E47	5.4.1 Abs. 2 S. 1 4. HS	9,7	27,3	35,2	16,5	11,4	**176**	2,93	1,13	*9,1*
E48	5.4.1 Abs. 2 S. 2	8,9	21,9	34,3	18,3	16,6	**169**	3,12	1,19	*– 4,1*
E49	5.4.1 Abs. 3 S. 1	15,6	31,1	30,0	15,0	8,3	**180**	2,69	1,15	*23,3*
E50	5.4.1 Abs. 3 S. 2	9,8	20,2	38,2	17,9	13,9	**173**	3,06	1,15	*– 1,7*
E51	5.4.1 Abs. 4 S. 2	14,8	38,5	29,7	12,6	4,4	**182**	2,53	1,03	*36,3*
E52	5.4.2 S. 1	34,4	34,4	23,1	6,7	1,5	**195**	2,07	0,99	*60,5*
E53	5.4.2 S. 3	28,1	30,7	27,1	7,3	6,8	**192**	2,34	1,16	*44,8*
E54	5.4.2 S. 4	61,5	28,8	7,3	1,0	1,5	**205**	1,52	0,79	*87,8*
E55	5.4.3 S. 1	32,6	28,0	28,5	5,2	5,7	**193**	2,23	1,13	*49,7*
E56	5.4.3 S. 2	31,3	34,9	26,3	3,5	4,0	**198**	2,14	1,03	*58,6*
E57	5.4.3 S. 3	24,7	35,2	21,4	5,5	13,2	**182**	2,47	1,28	*41,2*
E58	5.4.4 S. 2	27,2	29,9	25,5	6,5	10,9	**184**	2,44	1,25	*39,7*
E59	5.4.5 S. 2	31,4	35,6	24,2	4,6	4,1	**194**	2,14	1,05	*58,3*
E60	5.4.6 Abs. 1 S. 3 1. HS	49,3	37,6	10,7	2,0	0,5	**205**	1,67	0,78	*84,4*
E61	5.4.6 Abs. 1 S. 3 2. HS	42,3	33,0	16,0	6,7	2,1	**194**	1,93	1,02	*66,5*
E62	5.4.6 Abs. 2 S. 1	15,4	16,0	22,9	13,8	31,9	**188**	3,31	1,45	*– 14,4*
A15	5.4.6 Abs. 2 S. 2	17,6	26,9	22,0	12,1	21,4	**182**	2,93	1,39	*11,0*
E63	5.4.6 Abs. 3 S. 1	23,0	29,9	28,2	8,6	10,3	**174**	2,53	1,23	*33,9*
E64	5.4.6 Abs. 3 S. 2	25,7	38,7	20,4	11,0	4,2	**191**	2,29	1,09	*49,2*
E65	5.4.7	24,7	32,6	27,9	10,5	4,2	**190**	2,37	1,09	*42,6*
E66	5.5.2	56,7	30,3	10,6	0,5	1,9	**208**	1,61	0,84	*84,6*
E67	5.5.3 S. 1	34,2	32,2	19,8	7,9	5,9	**202**	2,19	1,16	*52,5*
E68	5.5.3 S. 2	52,4	35,4	10,2	1,5	0,5	**206**	1,62	0,76	*85,9*
E69	5.6	22,6	32,8	29,6	12,9	2,2	**186**	2,39	1,04	*40,3*
	Gesamt	**33,1**	**29,7**	**22,1**	**8,2**	**7,0**		**2,26**	**1,20**	***46,3***

Tab. 9: Zweckmäßigkeitsniveau der Bestimmungen in Abschnitt 5

Mehr als die Hälfte (28) aller Regelungen in Abschnitt 5 erweisen sich als auffällig. Sie verteilen sich auf 17 schwach problematische (E30; A9; E33; A10; A12; E43; A13; E45; E51; E53; E55; E57; E58; E63-E65; E69) und acht stark problematische (E31; E34; A14; E44; E46; E47; E49; A15) Governancestandards. Ferner finden sich hier drei der vier Empfehlungen (E48; E50; E62), die im Kodex insgesamt als relativ unzweckmäßig eingeschätzt werden.

Die Einschätzung der Bestimmungen zur *Transparenz* (Abschnitt 6) fällt im Vergleich zu den anderen Regelungskomplexen besonders positiv aus und ergibt über die neun Empfehlungen und eine Anregung gerechnet einen Mittelwert von 1,87 (siehe Tab. 10). Die Spanne der durchschnittlichen Beurteilung der einzelnen Regelungen ist vergleichsweise moderat. Sie umfasst als beste bzw. schlechteste Note die 1,62 für Empfehlung E77 bzw. eine 2,17 für die beiden Empfehlungen E74 und E75, wobei sämtliche Transparenzstandards sich als unproblematisch darstellen. Der Inhalt dieses Abschnitts erreicht entsprechend mit 73,5 Punkten den höchsten Effizienzwert unter allen Kodexabschnitten.

E/A	Tz.	1	2	3	4	5	n*	x̄	s	*Ew*
		%								
E70	6.3 S. 2	49,2	30,8	12,3	3,1	4,6	**195**	1,83	1,06	*72,3*
E71	6.4	48,4	39,0	10,5	1,6	0,5	**190**	1,67	0,77	*85,3*
E72	6.5	47,4	32,8	16,7	1,6	1,6	**192**	1,77	0,89	*77,1*
E73	6.6 Abs. 1 S. 1	32,0	38,6	24,4	3,1	2,0	**197**	2,05	0,93	*65,5*
E74	6.6 Abs. 1 S. 2	31,1	30,6	31,1	5,2	2,1	**193**	2,17	0,99	*54,4*
E75	6.6 Abs. 2	30,3	31,4	31,9	3,8	2,7	**185**	2,17	0,99	*55,1*
E76	6.7	42,9	42,9	13,1	1,0	0,0	**198**	1,72	0,72	*84,9*
E77	6.8 S. 1	49,8	38,7	11,1	0,5	0,0	**199**	1,62	0,70	*87,9*
E78	6.8 S. 2	49,1	37,1	9,7	1,7	2,3	**175**	1,71	0,88	*82,3*
A16	6.8 S. 3	36,0	39,3	19,4	2,7	2,7	**186**	1,97	0,95	*69,9*
	Gesamt	**41,6**	**36,1**	**18,0**	**2,4**	**1,8**		**1,87**	**0,92**	***73,5***

Tab. 10: Zweckmäßigkeitsniveau der Bestimmungen in Abschnitt 6

Ein ähnlich positives Bild wie Abschnitt 6 vermittelt die Einschätzung der Standards zur *Rechnungslegung und Abschlussprüfung* in Abschnitt 7 (siehe Tab. 11). Der Mittelwert der Benotung aller Empfehlungen und Anregungen liegt hier mit 2,05 zwar leicht über der entsprechenden Maßzahl des Transparenzabschnitts, aber niedriger als die Durchschnittsnote sämtlicher anderen Kodexabschnitte. Die ebenfalls vergleichsweise kleine Spanne der individuellen Mittelwerte der einzelnen Bestimmungen reicht von 1,75 (E86) bis 2,44 (E84). Schließlich fällt von den zwölf Bestimmungen dieses Kodexteils nur eine einzige Empfehlung (E84) als schwach problematisch auf.

E/A	Tz.	1	2	3	4	5	n*	x̄	s	*Ew*
		%								
E79	7.1.2 S. 2	38,3	43,1	10,6	4,3	3,7	**188**	1,92	0,99	*73,4*
E80	7.1.2 S. 4 1. HS	27,8	42,4	16,7	7,6	5,6	**198**	2,21	1,10	*57,1*
E81	7.1.2 S. 4 2. HS	24,5	38,3	26,0	7,1	4,1	**196**	2,28	1,04	*51,5*
E82	7.1.3	27,8	38,2	27,2	3,7	3,1	**191**	2,16	0,98	*59,2*
E83	7.1.4 S. 1	33,0	40,7	20,9	3,3	2,2	**182**	2,01	0,92	*68,1*
E84	7.1.4 S. 3	18,5	33,5	37,0	7,5	3,5	**173**	2,44	0,99	*41,0*
E85	7.1.5	24,5	38,0	30,7	5,2	1,6	**192**	2,21	0,93	*55,7*
E86	7.2.1 Abs. 1 S. 1	45,5	35,5	17,5	1,5	0,0	**200**	1,75	0,79	*79,5*
E87	7.2.1 Abs. 1 S. 2	34,9	36,9	23,6	4,6	0,0	**195**	1,98	0,88	*67,2*
E88	7.2.1 Abs. 2	38,6	38,6	20,3	2,5	0,0	**197**	1,87	0,82	*74,6*
E89	7.2.3 Abs. 1	41,9	37,9	16,7	3,0	0,5	**198**	1,82	0,85	*76,3*
E90	7.2.3 Abs. 2	37,2	37,2	18,9	3,1	3,6	**196**	1,98	1,00	*67,9*
	Gesamt	**32,9**	**38,4**	**22,0**	**4,4**	**2,3**		**2,05**	**0,96**	***64,3***

Tab. 11: Zweckmäßigkeitsniveau der Bestimmungen in Abschnitt 7

Als Zwischenresümee der durchgeführten Erhebung lässt sich auf der einen Seite konstatieren, dass die befragten VV und ARV – ausgehend von den Erfahrungen in ihren jeweiligen Unternehmen – keine einzige Empfehlung oder Anregung des Kodex mehrheitlich als unzweckmäßig einstufen. Lediglich vier Bestimmungen – drei Empfehlungen (E62; E48; E50) und eine Anregung (A3) – werden von den Mandatsträgern als relativ unzweckmäßig angesehen. Hinzu kommen allerdings immerhin 28 schwach und zwölf stark problematische Bestimmungen. Diese Kodexstandards zeichnen sich dadurch aus, dass bei ihnen die Gruppe der positiv eingestellten Mandatsträger nicht um mindestens die Hälfte der Befragungsteilnehmer größer ist als die Zahl der skeptischen Teilnehmer und den negativen Einschätzungen daher ein nennenswertes Gewicht zukommt. Mit 44 von 106 (= 41,5%) Kodexbestimmungen gibt es somit auf der anderen Seite einen erheblichen Teil der Kodexsubstanz, der im Kreis der befragten Organvorsitzenden keineswegs unumstritten und in diesem Sinne auffällig ist. Im folgenden Abschnitt werden die Regelungsinhalte dieser Governancestandards näher analysiert. Dabei werden mit den *Anreizsystemen* für Vorstand und AR, der *Organisation* und der *personellen Besetzung* der Führungsorgane sowie der nach außen gerichteten *Transparenz* vier große Themenfelder für die generelle Zuordnung von Kodexbestimmungen unterschieden.

bb) Detailanalyse auffälliger Kodexbestimmungen

(1) Anreizbezogene Regelungen

Die auffälligen Kodexbestimmungen sprechen Fragen der Anreizsysteme nur in vier Fällen an. Dabei betrifft eine, mit 46,5 Punkten gerade noch schwach problematische Empfehlung den *Vorstand* (E22: Art der Berechnung des Abfindungs-Caps). Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass die in der Literatur ungleich kontroverser diskutierte Basisempfehlung[45] der Vereinbarung eines Caps als solche (E21) von den befragten Mandatsträgern als unproblematisch (59,0) gewertet wird.

Unter den *aufsichtsratsbezogenen Bestimmungen* erscheint den Teilnehmern zunächst die Empfehlung als stark problematisch, in einer (eventuellen) D&O-Versicherung für den AR einen Selbstbehalt zu vereinbaren, der dem für den Vorstand mittlerweile in § 93 Abs. 2 Satz 2 AktG vorgeschriebenen Selbstbehalt vergleichbar ist (E6). Der D&O-Selbstbehalt gehörte von Anfang an zu den umstrittensten Regelungen des Kodex überhaupt[46] und wurde 2009 im Zuge des VorstAG für den Vorstand (nicht aber für das Überwachungsorgan) in seinen Grundzügen gesetzlich verankert.

Auffällig sind ferner die beiden Kernbestimmungen zum Vergütungssystem des AR. Sie empfehlen neben einer festen auch eine erfolgsorientierte Vergütung (E62) und regen an, die erfolgsorientierte Vergütung auch auf den langfristigen Unternehmenserfolg zu beziehen (A15). Mit einem Effizienzwert von -14,4 Prozentpunkten markiert E62 die nach Auffassung der Mandatsträger am wenigsten zielführende Bestimmung überhaupt im gesamten Kodex. Aber auch A15 liegt mit einem Wert von 11,0 Punkten deutlich im stark problematischen Bereich. Bemerkenswert ist in diesem Kontext, dass in jüngerer Zeit eine Reihe von Großunternehmen die Abkehr von einer variablen Vergütung des AR plant bzw. bereits vollzogen hat[47]. Ferner hat die Regierungskommission (vor diesem Hintergrund) Anfang 2012 eine diesbezügliche Kodexrevision in Aussicht gestellt, welche variable Komponenten der AR-Vergütung als solche nicht mehr empfiehlt, sondern nur für den Fall ihrer Vereinbarung eine vorwiegende Ausrichtung auf den langfristigen Unternehmenserfolg vorsieht[48]. Die vorliegenden Befunde der durchgeführten Erhebung stützen somit die hierin zum Ausdruck kommende Auffassung, dass sich die ursprüngliche Vergütungsempfehlung letztlich nur unzureichend bewährt hat und daher nicht mehr als vorbildliche *best practice* ausgewiesen werden sollte.

(2) Organisationsregelungen

Die auffälligen Regelungen mit Organisationsbezug lassen sich drei konkreteren Themenkomplexen zuordnen. Im Vordergrund stehen dabei Fragen der *aufsichtsratsinternen Arbeitsteilung und Ausschussbildung*, die von insgesamt sechs schwach bzw. stark problematischen Kodexbestimmungen thematisiert werden. Diese Bestimmungen werden von je zwei (schwach problematischen) Regelungen für die *Anteilseigner bzw. Hauptversammlung* (A2: Erreichbarkeit des Stimmrechtsvertreters; A6: außerordentliche Hauptversammlung bei Übernahmeangebot) und die *Qualitätssicherung* (E16: Unabhängigkeit des Vergütungsberaters; E69: Effizienzprüfung) flankiert.

Zu den auffälligen Bestimmungen für die Arbeitsteilung im AR zählen die im Schrifttum umstrittene Anregung (A4) getrennter Vorbesprechungen bei Mitbestimmung[49], die beiden Empfehlungen (E14 und E15) zur Beschlussfassung und Überprüfung des Systems der Vorstandsvergütung im AR-Plenum[50], die empfohlene Einrichtung eines Nominierungsausschusses (E43) sowie die Hinweise auf die Möglichkeit, weitere Sachthemen (A13), Sitzungsvorbereitungen und Entscheidungen (A14) an Ausschüsse zu delegieren. Während die meisten dieser Regelungen (teils gerade noch) schwach problematisch sind, wird die zuletzt genannte Anregung A14 mit einem Effizienzwert von 16,6 als stark problematisch angesehen.

(3) Besetzungsregelungen

Die Besetzung von Vorstand und AR deckt mit 18 auffälligen Bestimmungen den größten Teil der nicht unproblematischen Kodexstandards ab. Diese Regelungen betreffen konkret vor allem die beiden Themenkomplexe Diversity und Gender sowie Unabhängigkeit und Interessenkonflikte. Ferner sind hier spezielle Aspekte des Besetzungsverfahrens und der Vertragsgestaltung sowie Fragen der Qualitätssicherung, der Altersgrenze und der Internationalität angesprochen.

Die Bestimmungen zu *Vielfalt und Frauen* umfassen im Einzelnen die Empfehlungen zur Berücksichtigung dieser Kriterien bei der Besetzung von Führungspositionen (E9; E10) sowie bei der Zusammensetzung des Vorstands (E30; E31) und des AR (E47; E48). Mit insgesamt sechs Empfehlungen, die als

---

45 Siehe zur Differenzierung zwischen Anfangs-, Zwischen- und Abschlussempfehlungen im Kodex näher *v. Werder*, in: FS Säcker 2011, S. 527 (533 f.).

46 Siehe dazu z. B. *Klaus*, Der Aufsichtsrat 2004 S. 12; *Peltzer*, Deutsche Corporate Governance, 2. Aufl. 2004, Rdn. 71; *ders.*, in: FS Priester 2007, S. 573 (589 f.); *Dreher*, AG 2008 S. 429. So zählte diese Bestimmung im Jahr vor der aktienrechtlichen Normierung mit 47,0% zu den wenigen mehrheitlich abgelehnten Empfehlungen, siehe *v. Werder/Talaulicar*, DB 2009 S. 689 (691).

47 So z. B. K+S (Börsen-Zeitung vom 29. 3. 2012 S. 13) bzw. Siemens (HV vom 25. 1. 2011), Allianz (HV vom 14. 5. 2011) sowie E.ON (HV vom 5. 5. 2011).

48 Siehe Pressemitteilung der Kommission vom 1. 2. 2012.

49 Kritisch zu getrennten Vorbesprechungen *Bernhardt*, ZfB 1994 S. 1341 (1347); *Hoffmann/Preu*, Der Aufsichtsrat, 5. Aufl. 2003, Rdn. 142; *Hucke/Amman*, Der Deutsche Corporate Governance Kodex 2003, S. 48; *v. Werder*, a.a.O. (Fn. 15), Rdn. 406; *Vetter*, in: FS Hüffer 2010, S. 1017. Die Kommission plant, auf diese Anregung künftig zu verzichten. Siehe im Einzelnen die Erläuterungen der Kommission zu ihrer Pressemittelung vom 1. 2. 2012.

50 Siehe zu den diesbezüglich geplanten Änderungen die Erläuterungen der Kommission zu ihrer Pressemitteilung vom 1. 2. 2012.

schwach (E9; E30) bzw. stark problematisch (E10; E31; E47) oder sogar als relativ unzweckmäßig (E48) empfunden werden, bildet das Thema der Förderung von Vielfalt und Frauen den Regulierungskomplex des Kodex mit den besonders[51] auffälligen Regelungen. Dieser Tatbestand wird zusätzlich durch je eine Verfahrens- bzw. Transparenzempfehlung unterstrichen, die zumindest partiell einschlägig sind und den Mandatsträgern ebenfalls stark problematisch (E49) bzw. relativ unzweckmäßig (E50) erscheinen. Sie sehen vor, dass die Zielsetzungen des AR für seine Zusammensetzung (also u. a. hinsichtlich Vielfalt und Frauen) bei den Vorschlägen an die zuständigen Wahlgremien berücksichtigt (E49) und einschließlich des Standes der Zielerreichung veröffentlicht (E50) werden sollen.

Unter den vier (jeweils nur schwach problematischen) Bestimmungen mit Bezug zu *Unabhängigkeit und Interessenkonflikten* zielen zwei Anregungen auf den Vorsitzenden des Prüfungsausschusses, dessen Rolle weder dem ARV (A10) noch einem vor weniger als zwei Jahren ausgeschiedenen Vorstand übertragen werden sollte (A12)[52]. Hinzu kommen die beiden Empfehlungen, potenzielle Interessenkonflikte bei der Formulierung der Ziele für die Zusammensetzung des AR zu berücksichtigen (E45) und höchstens zwei ehemalige Vorstände in das Überwachungsorgan zu berufen (E53).

Mehr oder weniger schwach problematisch schätzen die Befragungsteilnehmer unter *Verfahrensaspekten* zwei Regelungen für die Bestellung von Vorstandsmitgliedern (A9: kürzere Bestelldauer bei Erstbestellungen; E33: vorzeitige Wiederbestellung nur unter besonderen Umständen) sowie die empfohlene Einzelwahl der AR-Mitglieder (E55) ein. Ferner ist hier die schon erwähnte, stark problematische Empfehlung zu nennen, Wahlvorschläge für den AR an den Zielsetzungen für seine Zusammensetzung auszurichten (E49).

Mit Blick auf die *Qualitätssicherung* der Überwachungstätigkeit des AR wird die empfohlene Unterstützung der AR-Mitglieder bei der Aus- und Fortbildung (E51) insgesamt als schwach problematisch eingestuft. Erwähnenswert ist an dieser Stelle die (mit 26,5 vs. 53,8 Punkten) gravierende, bei Lichte besehen aber letztlich auch nicht überraschende Divergenz in der Effizienzbewertung aus Vorstands- und AR-Perspektive. Stark problematisch werten die Befragungsteilnehmer schließlich die beiden Kodexempfehlungen zur *Altersgrenze* in Vorstand (E34) und AR (E46) sowie zur *internationalen Besetzung* des Überwachungsorgans (E44).

(4) Transparenzregelungen

Bei den Bestimmungen zur externen Transparenz sind zunächst vier (schwach problematische) Empfehlungen zur Vergütungstransparenz auffällig. Hiernach sollen die Hauptversammlung über die Grundzüge des Systems der Vorstandsvergütung informiert (E24), die Angaben zur Vorstandsvergütung im Vergütungsbericht offen gelegt (E25)[53] sowie die Vergütung der AR-Mitglieder (E63) und die Kompensation ihrer persönlich erbrachten Leistungen (E64) individualisiert veröffentlicht werden. Einen weiteren Themenkomplex mit ebenfalls vier Governancestandards bilden Empfehlungen der *Besetzungstransparenz*. Neben der bereits angesprochenen relativ unzweckmäßigen Regelung E50 (Veröffentlichung der Ziele und Zielerreichung der AR-Zusammensetzung) handelt es sich um die schwach problematischen Bestimmungen E57 (Bekanntgabe von Kandidaten für den AR-Vorsitz), E58 (Begründung eines unmittelbaren Wechsels vom Vorstand in den AR) und E65 (Vermerk über häufig versäumte AR-Sitzungen). Schwach problematisch ist darüber hinaus auch eine Empfehlung der *Beteiligungstransparenz* (E84: Art der Angaben zu bedeutsamen Beteiligungen).

Als stark problematisch bewerten die Teilnehmer der Erhebung dagegen zwei Bestimmungen zur *Transparenz der Kodexakzeptanz*. Zum einen handelt es sich um die Anregung, im CG-Bericht auch zur Befolgung der Kodexanregungen Stellung zu nehmen (A7). Ferner zählt zu dieser Gruppe – und mit einem Effizienzwert von 3,6 Punkten nahe an der Schwelle zur relativen Unzweckmäßigkeit – bemerkenswerterweise auch die Empfehlung, nicht mehr aktuelle Entsprechenserklärungen zum Kodex fünf Jahre lang auf der Internetseite der Gesellschaft zugänglich zu halten (E8).

Als relativ unzweckmäßige Regelung, die mit -10,9 Punkten den zweitniedrigsten Effizienzwert aller Kodexstandards aufweist, wird schließlich eine Bestimmung zur *Transparenz der Hauptversammlung* gewertet. Sie regt an, den Aktionären die Verfolgung des Anteilseignertreffens über moderne Kommunikationsmedien wie z. B. das Internet zu ermöglichen (A3). Bei der Würdigung dieses Urteils der Mandatsträger ist zu berücksichtigen, dass die Zweckmäßigkeit einer solchen Übertragung von situativen Besonderheiten wie der Zahl und Struktur der Aktionäre abhängen und z. B. in kleineren Gesellschaften anders ausfallen kann als in großen Publikumsgesellschaften mit international gestreutem Aktienbesitz[54].

c) Gesamtbeurteilung des Kodexinhalts

Die Effizienzeinschätzung aller Kodexbestimmungen insgesamt ergibt einen Substanzwert von 52,6 Prozentpunkten, der ungefähr in der Mitte des positiven Wertebereichs dieser Kennzahl liegt (siehe Tab. 12). Die Teilnehmer beurteilen damit den Inhalt des Kodex deutlich besser als die Funktionalität des Kodexregimes, die nur 7,0 Punkte erreicht.

DAX	MDAX	TecDAX	SDAX	Prime	General	Gesamt
60,7	58,8	60,6	50,6	48,1	42,0	**52,6**

Tab. 12: Substanzwert des Kodex nach Börsensegmenten

Die Urteile über die Zweckmäßigkeit des Kodexinhalts variieren zum einen mit der Größe der Unternehmen bzw. genauer den einzelnen Börsensegmenten, wobei sich markante Gemeinsamkeiten, aber auch Unterschiede zeigen. Die Substanzwerte differieren zwischen den Unternehmen des DAX, MDAX und TecDAX nicht nennenswert und fallen vergleichsweise hoch aus. Hingegen wird die Effizienz des Kodex im SDAX und Prime Standard sowie vor allem von den Gesellschaften des General Standard zurückhaltender eingeschätzt. Zum anderen

51 Zum Komplex der aufsichtsratsinternen Arbeitsteilung und Ausschussbildung zählen zwar ebenfalls sechs Empfehlungen und Anregungen (A4; E14; E15; E43; A13; A14), von denen allerdings keine Regelung als relativ unzweckmäßig und nur eine Bestimmung (A14) als stark problematisch eingeschätzt wird. Hinzu kommt, dass die Zweckmäßigkeit der Ausschussbildung in hohem Maße von der Größe des AR abhängt.

52 Nach den aktuellen Plänen der Kommission sollen diese beiden Anregungen zu Empfehlungen aufgewertet werden, s. die Erläuterungen der Kommission zu ihrer Pressemitteilung vom 1. 2. 2012.

53 Siehe zu den Änderungsplänen für E24 und E25 die Erläuterungen der Kommission zu ihrer Pressemitteilung vom 1. 2. 2012.

54 Dementsprechend zeigen sich empirisch zwischen den Börsensegmenten auch beachtliche Unterschiede der Effizienzwerte, die von 32,4 Punkten im DAX bis zu -50,0 im General Standard reichen.

zeigen sich auch in Abhängigkeit von der Rolle der Mandatsträger sowie der Art der Kodexbestimmungen bemerkenswerte Kontextabhängigkeiten der durchschnittlichen Effizienzeinschätzung. Während die VV den Kodexinhalt mit einem Indikatorwert von 47,2 Prozentpunkten beurteilen und damit unterhalb des Gesamtwerts von 52,6 Punkten bleiben, schätzen die ARV seine Zweckmäßigkeit um rund 13 Punkte positiver ein (vgl. Tab. 13). Parallel zu einer entsprechenden Tendenz bei der Kodexakzeptanz[55] werden schließlich die Empfehlungen (mit 55,1) im Vergleich zu den Anregungen (38,9) als deutlich zielführender angesehen.

VV	ARV	Gesamt	E	A
47,2	60,1	**52,6**	55,1	38,9

Tab. 13: Substanzwert des Kodex nach Mandatstyp und Regelungsart

4. Gesamtbeurteilung des Kodex

Die Regimequalität und die Substanzqualität fungieren als Indikatoren für die Haltung, welche die Mandatsträger gegenüber dem Kodex (mit seinen institutionellen und inhaltlichen Facetten) insgesamt einnehmen[56]. Die aus beiden Kenngrößen resultierende *Kodexeinstellung* bildet gewissermaßen das „Klima" der prinzipiellen Auseinandersetzung mit dem DCGK und seiner konkreten Anwendung in der Unternehmenspraxis ab. Führt man den Regime- und den Substanzwert der Einfachheit halber als ungewichteten Durchschnitt zusammen[57], so ergibt sich für das so gemessene Kodexklima ein Gesamtwert von 29,8 Punkten, der eine begrenzt positive Einstellung zum Ausdruck bringt (vgl. Tab. 14).

DAX	MDAX	TecDAX	SDAX	Prime	General	Gesamt	VV	ARV
33,3	32,7	33,0	26,6	28,9	26,0	**29,8**	27,1	33,6

Tab. 14: Kodexeinstellung („Kodexklima") nach Börsensegmenten und Mandatstyp

Die Kodexeinstellung unterscheidet sich zunächst zwischen den Börsensegmenten der Unternehmen, in denen die Teilnehmer jeweils aktiv sind. So liegt zwischen den DAX-Gesellschaften und den Unternehmen des General Standard immerhin eine Bewertungsdifferenz von 7,3 Punkten. Ein vergleichbares Gefälle ist zwischen den Mandatstypen zu beobachten. Die Vorsitzenden der Überwachungsorgane zeigen sich (mit 6,5 Punkten Abstand) bemerkenswert aufgeschlossener gegenüber dem Kodex als diejenigen der Leitungsorgane.

IV. Zusammenfassung

Der DCGK als Instrument einer staatlich flankierten Selbstregulierung von CG-Fragen hat die fachliche Auseinandersetzung mit den Formen guter Unternehmensführung in den letzten zehn Jahren wie kaum ein Einzelgesetz geprägt. Dabei wird die Diskussion seit jeher und in jüngster Zeit verstärkt von pointierter Kritik am generellen Regulierungssystem des Kodex wie auch an seinen einzelnen Bestimmungen begleitet. Vor diesem Hintergrund ist das BCCG der Frage nachgegangen, wie die Unternehmenspraxis das Kodexregime als solches sowie die Zweckmäßigkeit sämtlicher (derzeit 106) Empfehlungen und Anregungen im Detail bewertet. Die hier präsentierten Befunde basieren auf den Erfahrungen von mehr als 200 Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzenden, deren Gesellschaften an der Frankfurter Börse gelistet sind.

In konzentrierter Form ergibt sich als Gesamtresultat der Studie für die Kodexeinstellung der befragten Mandatsträger – auf einer Skala von -100 bis +100 – ein Wert von 29,8 Punkten. Das so gemessene *Kodexklima* signalisiert eine verhalten positive Einstellung der Teilnehmer zum institutionellen Design und substanziellen Inhalt des DCGK. Dabei wird die generelle Funktionalität des Kodexregimes (*Regimewert*: 7,0) deutlich reservierter gesehen als die Effizienz der einzelnen Regelungen (*Substanzwert*: 52,6). Zu beachten ist allerdings, dass diese Kennziffern hoch-aggregiert und im Zusammenspiel mit den oben durchgeführten Detailanalysen der differenzierten Einzelbefunde zu sehen sind. Dies gilt nicht zuletzt deshalb, weil die Befragungsteilnehmer zumeist klar Stellung bezogen und sich nicht auf die unentschiedene Position in der Mitte der Antwortskala (teils/teils) zurückgezogen haben.

Unter den Einzelbefunden zum Kodexregime sticht vor allem hervor, dass zum einen ein Konsultationsprozess vor Änderungen des Regelwerks von den allermeisten Organvorsitzenden bislang besonders vermisst worden ist (Funktionalitätswert: -93,2). Mit der ab 2012 wirksamen Einführung eines solchen Verfahrens hat die Regierungskommission somit auf einen nicht nur in der Literatur vorgetragenen, sondern auch für die Praxis offensichtlich gravierenden Kritikpunkt reagiert. Bemerkenswert ist zum anderen, dass die Teilnehmer das Regulierungssystem insgesamt zwar wie dargelegt (mit 7,0 Punkten) nur knapp positiv bewerten, den erzielten Wirkungen des Kodex jedoch – bezogen auf seine Ordnungs- und Kommunikationsfunktion – (mit 67,5 bzw. 60,8 Punkten) ein deutlich besseres Zeugnis ausstellen.

Mit Blick auf die Einschätzung der Zweckmäßigkeit der einzelnen Empfehlungen und Anregungen des Kodex ist zunächst hervorzuheben, dass auf der einen Seite keine einzige Bestimmung von der (absoluten) Mehrheit der Untersuchungsteilnehmer als ineffizient oder überflüssig bewertet wird. Andererseits erfährt allerdings auch keine der 106 Regelungen eine vorbehaltlose – also von allen Mandatsträgern getragene – Auszeichnung als eher oder sehr zweckmäßig[58]. Ferner fällt auf, dass die in den Jahren 2009 und 2010 eingeführten oder modifizierten Empfehlungen zur Förderung von Diversity und Frauen denjenigen Regelungskomplex im Kodex markieren, der die meisten als problematisch bzw. relativ unzweckmäßig eingeschätzten Bestimmungen umfasst.

Bei der Würdigung der Ergebnisse dieser Untersuchung ist in Rechnung zu stellen, dass die Teilnehmer der Erhebung ihre – durch eigene Einstellungen und Erfahrungen geprägte – persönliche Sicht auf den Kodex und seine einzelnen Regelungen dargelegt haben. Die Befunde sind folglich mit der entsprechend gebotenen Zurückhaltung zu werten und erlauben keine gleichsam automatischen Schlussfolgerungen für die Weiterentwicklung von Kodexregime und Kodexsubstanz. Sie stellen gleichwohl aufschlussreiches empirisches Material zur Verfügung, welches in das weitere konstruktive Ringen um sachgerechte Formen guter CG Eingang finden kann (und finden sollte).

---

55 Zu den diesbezüglichen, im Zeitablauf stabilen Befunden zuletzt *v. Werder/Talaulicar*, DB 2010 S. 853 (861).

56 Siehe zum hier verfolgten Auswertungskonzept Abschn. III. 1.

57 Aus Gründen des Umfangs kann an dieser Stelle die Frage nicht näher erörtert werden, inwieweit ein gewogener Mittelwert u. U. angemessener wäre.

58 Mit einem Effizienzwert von 94,2 Punkten wird der am positivsten eingeschätzten Empfehlung (E37) allerdings ein beachtliches Zweckmäßigkeitsniveau zugeschrieben.