

# Swiss Finance Institute Roundups

## Corporate Governance am Scheideweg

### Editorial



Vor fünfzig Jahren erklärte der Nobelpreisträger Milton Friedman, dass die soziale Verantwortung von Unternehmen in der Gewinnmaximierung besteht. Bis vor kurzem dominierte diese Doktrin in der Unternehmens- und Investmentwelt, und der Grundsatz, dass Unternehmen den Shareholder Value maximieren sollten, war weithin akzeptiert. Heute ist dieser Konsens Vergangenheit. In der Wissenschaft, in der Unternehmenswelt und in der Gesellschaft wird das Primat des Shareholder Value zunehmend in Frage gestellt, da ESG-Belange zunehmend an erster Stelle stehen. In diesem SFI Roundup diskutieren Experten aus Wissenschaft und Wirtschaft über "Corporate Governance am Scheideweg". Wenn Unternehmen nicht die Shareholder Value Maximierung anstreben sollen, welche Ziele sollten sie dann stattdessen verfolgen? Wie sollten Unternehmen die Zielkonflikte zwischen konkurrierenden Zielen lösen? Und was würde eine Abkehr von der ausschliesslichen Fokussierung auf den Shareholder Value für die Unternehmensberichterstattung, die Rolle der Verwaltungsräte und die Art und Weise, wie Unternehmen mit der Gesellschaft interagieren, bedeuten?

Wir wünschen Ihnen eine unterhaltsame Lektüre.

**Prof. François Degeorge**  
Managing Director

# Autoren

**François Degeorge**

François Degeorge ist geschäftsführender Direktor des SFI, SFI Senior Chair und Professor für Finanzierung an der Università della Svizzera italiana (USI). Er ist ehemaliger Dekan der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften an der USI und ehemaliger Präsident der European Finance Association. Er hat an der HEC Paris gelehrt, wo er ebenfalls stellvertretender Dekan für Forschung war. Er war Gastprofessor an der Tuck School of Business, an der Université Paris-Dauphine und an der Saïd Business School. Er hat an der Harvard University mit dem Schwerpunkt Political Economy and Government promoviert.

**Fiona Frick**

Fiona Frick ist Chief Executive Officer von Unigestion und verfügt über mehr als 30 Jahre Erfahrung in der Vermögensverwaltungsbranche. Während ihrer mehr als zehnjährigen Tätigkeit in dieser Funktion hat sie sich in der internationalen Vermögensverwaltungsbranche und in akademischen Kreisen als angesehene Rednerin über Wirtschaft, Finanzmärkte und den Vormarsch der nachhaltigen Finanzierung einen Namen gemacht. Sie ist Vorstandsmitglied von Swiss Sustainable Finance und Sustainable Finance Geneva sowie Mitglied des EMEA-Ausschusses des Standards Board for Alternative Investments. Sie hat einen MBA Abschluss der ISG International Business School in Paris.

**Romeo Lacher**

Romeo Lacher ist Präsident des Verwaltungsrats der Julius Bär Gruppe und der Bank Julius Bär. Zusätzlich ist er Vizepräsident des Bankrats der Schweizerischen Nationalbank, Vizepräsident des Stiftungsrats des Swiss Finance Institute und Mitglied des Stiftungsrats Avenir Suisse. In der jüngeren Vergangenheit war er unter anderem Präsident des Verwaltungsrats der SIX Group und Chief Operating Officer, International Wealth Management, der Credit Suisse Group. Er besitzt einen Dokortitel in Wirtschaftswissenschaften der Universität St. Gallen.

**Monica Mächler**

Monica Mächler ist Mitglied des Verwaltungsrats der Zurich Insurance Group und der Zürich Versicherungsgesellschaft sowie Mitglied des Verwaltungsrats der Cembra Money Bank. Die auf Banken-, Versicherungs- und Wirtschaftsrecht spezialisierte Juristin war zuvor unter anderem Mitglied des Verwaltungsrats der Deutschen Börse, Vizepräsidentin des Verwaltungsrats der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) und Direktorin des Bundesamts für Privatversicherungen. Sie besitzt einen Dokortitel in Rechtswissenschaften der Universität Zürich.

**Jean-Charles Rochet**

Jean-Charles Rochet ist SFI Senior Chair und Professor für Bankwesen an der Universität Genf. Bevor er an die Genfer Fakultät kam, hatte er einen Lehrstuhl an der Toulouse School of Economics und an der Universität Zürich inne. Seine Forschungsinteressen liegen in den Bereichen Bankenrisiken und -regulierung, nachhaltige Finanzierung und Corporate Governance. Er promovierte in mathematischer Ökonomie an der Université Paris-Dauphine.

**Alexander F. Wagner**

Alexander F. Wagner ist SFI Senior Chair und Professor für Finanzwissenschaft an der Universität Zürich. Er ist Vorsitzender des Board of Executive Education UZH und Mitinitiator des UZH Center for Crisis Competence. Seine Forschungsinteressen liegen in den Bereichen Corporate Finance und Governance sowie in der politischen Ökonomie. Seine praktische Erfahrung stammt aus seiner Tätigkeit als unabhängiger Berater für eine der Big Four und als Vorsitzender des Stiftungsrates eines Proxy Advisors. Er hat einen Dokortitel in politischer Ökonomie von der Harvard University.

# Corporate Governance aus der Vogelperspektive

## Wer definiert gute Unternehmensführung?

► **R. Lacher:** Die grundlegende Struktur für die Corporate Governance wurde in der Vergangenheit durch Gesetze und die Aktionäre des Unternehmens festgelegt. Interessanterweise haben in den letzten Jahrzehnten politische Parteien, grosse institutionelle Anleger, Stimmrechtsberater, Nichtregierungsorganisationen und Börsen zunehmend mehr Mitspracherechte bekommen.

► **A. F. Wagner:** Es kann keine standardisierten "Best Practices" geben, wenn es um Corporate Governance geht: Gute Corporate Governance richtet sich nach den spezifischen Bedürfnissen eines bestimmten Unternehmens zu einem bestimmten Zeitpunkt.

► **F. Frick:** Die Definition einer guten Corporate Governance obliegt letztlich den Stakeholdern, insbesondere den Kunden und Mitarbeitern eines Unternehmens. Aus einer kausalen Perspektive führt eine gute Corporate Governance zu einer Steigerung des Stakeholder Value, was wiederum zu einer Steigerung des Shareholder Value führt.

## Was sind die Vorteile einer guten Corporate Governance?

► **M. Mächler:** Eine gute Corporate Governance bietet eine Reihe von Kontrollmechanismen, die eine Institution bei der Erfüllung ihres Zwecks voranbringen. Aber hier ist eindeutig eine Asymmetrie im Spiel. Eine schlechte Corporate Governance hat schwerwiegende und greifbare negative Folgen, während die Vorteile einer guten Corporate Governance nur schwer zu beurteilen sind. Kurz gesagt, eine gute Corporate Governance ist der rote Faden, der bestimmt, wie Prozesse in einem Unternehmen ablaufen. Ihr Nutzen zeigt sich indirekt im Erfolg der verschiedenen Unternehmensprozesse, z. B. in den Bereichen Wirtschaft, Strategie und Risikomanagement.

► **A. F. Wagner:** Ein Unternehmen mit guter Corporate Governance hat langfristigen Erfolg, weil es bessere Entscheidungen trifft und Betrugsfälle vermeidet. Ausserdem zieht es zu relativ geringen Kosten Kapital in Form von talentierten Arbeitskräften und Investoren an.

## Wie würden Sie dann Corporate Governance definieren?

► **F. Degeorge:** Vor fünfundzwanzig Jahren definierten Akademiker Corporate Governance als "die Art und Weise, wie Kapitalgeber sicherstellen, dass sie eine Rendite für ihre Investitionen erhalten".<sup>1)</sup> Der Schwerpunkt lag dabei auf der Kontrolle der Manager durch Aktionäre. Seitdem hat sich die akademische Definition verschoben und konzentriert sich nun auf ein ausgeglichenes Kräfteverhältnis zwischen Aktionären und verschiedenen Stakeholdern.

► **R. Lacher:** Corporate Governance ruht auf mehreren Säulen. Erstens gibt das Gesetz, insbesondere das Gesellschaftsrecht, den allgemeinen Rahmen für die Struktur und die Überwachung eines Unternehmens vor. Zweitens gibt es informelle und ungeschriebene Elemente, die von kulturellen Normen und Verhaltensweisen getrieben werden. Die letzten Nuancen sind für jedes Unternehmen spezifisch und hängen von seiner Branche, seiner Grösse und seinem Status als börsenkotiertes oder nicht börsenkotiertes Unternehmen ab.

## Wie ist die heutige Organisationsform eines Unternehmens entstanden?

► **J.-C. Rochet:** Die Körperschaft – formell ein Zusammenschluss von Menschen – gibt es seit Tausenden von Jahren. Ursprünglich wurde sie durch eine von einer lokalen Behörde ausgestellte Satzung gegründet, um mehreren Personen die Möglichkeit zu geben, gemeinsam ein bestimmtes Ziel zu verfolgen, und um eine Struktur für ihre Arbeit zu schaffen, die rein technisch gesehen ewig bestehen könnte. Mitte des 19. Jahrhunderts wurde das britische Recht dahingehend geändert, dass "jede" Person eine Gesellschaft gründen konnte. Und zu Beginn des 20. Jahrhunderts kam es zu einer Spaltung zwischen dem traditionellen Modell der "Partnerschaft", bei dem Unternehmen zumindest grösstenteils im Besitz der Beteiligten (oder des Staates) waren, und den börsenkotierten Unternehmen, wie wir sie heute kennen, bei denen die Aktionäre in der Regel zahlreich, extern und anonym sind.

► **M. Mächler:** Diese unterschiedlichen historischen Entwicklungen, wie ein Unternehmen definiert ist, und welches Unternehmensziel es hat, sind auch heute noch deutlich spürbar. Im Zusammenhang mit ESG achten Unternehmen in Common-Law-Ländern wie dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten beispielsweise viel mehr auf Diversität als Unternehmen in Civil-Law-Ländern wie Deutschland und der Schweiz, wo Umweltaspekte stärker berücksichtigt werden.

## Wann wurde die Idee der Corporate Governance geboren?

► **J.-C. Rochet:** Im Jahr 1602 wurde mit der Niederländischen Ostindien-Kompanie (niederländisch: Vereenigde Oostindische Compagnie – VOC) das erste börsenkotierte Unternehmen geschaffen, mit einer anfänglichen Gruppe von mehreren hundert Aktionären und der Möglichkeit für Kapitalgeber, die Aktien und Anleihen der VOC auf einem offenen Sekundärmarkt zu handeln – was den Kapitalismus für immer veränderte. Wenige Jahre später, im Jahr 1609, reichte ein Aktionär eine Petition gegen die VOC ein. Dies war der erste dokumentierte Corporate Governance Konflikt und der Beginn des Aktionärsaktivismus.

1) Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

# ESG-Messgrössen und Berichterstattung – Vorteile, Nachteile, und Vorbehalte

## Governance wird in der Regel zusammen mit ökologischen und sozialen Kriterien gemessen. Warum?

► **A. F. Wagner:** Ein Blick in die Vergangenheit kann helfen. Im 19. und frühen 20. Jahrhundert basierten Anlageentscheidungen überwiegend auf weichen, qualitativen Faktoren. Dann legten 1934 Graham und Dodd, zwei amerikanische Wirtschaftswissenschaftler, den Grundstein für Investitionen auf der Grundlage harter quantitativer Faktoren, wie Unternehmensgewinne und Cashflows. Es folgte eine Revolution der Kapitalanlageentscheidungen. Doch schliesslich erkannten Investoren und Forscher, dass auch andere, weichere Faktoren für den Erfolg oder Misserfolg eines Unternehmens entscheidend sein können. Die wichtigsten weichen Faktoren waren Governance-, Umwelt- und Sozialkriterien, und so wurden sie schliesslich gemeinsam betrachtet.

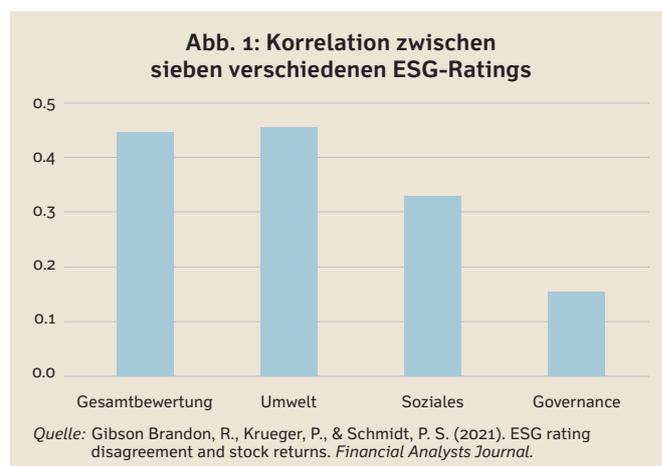
► **F. Frick:** Der gemeinsame Nenner dieser drei Kriterien ist die Frage, wie heute durch geeignete Massnahmen der Schaden für die Welt von morgen minimiert werden kann. Gut durchdachte ESG-Kriterien sind der Schlüssel zur Entwicklung langfristiger und generationenübergreifender Anlagestrategien.

## Wie viele verschiedene Dimensionen der Corporate Governance gibt es?

► **F. Frick:** Die Anzahl der Dimensionen, die für eine gute Corporate Governance betrachtet werden müssen, ist gross. Sie variiert je nachdem, wie gross die Distanz zwischen Managern und Aktionären ist, und ebenfalls nach der Grösse des Unternehmens. Zu den Grundlagen einer seriösen Corporate Governance gehören jedoch Risikomanagement, Transparenz und angemessene Anreize.

► **M. Mächler:** Es gibt unzählige Dimensionen zu berücksichtigen. Die Antwort auf diese Frage entspricht der Anzahl der verschiedenen Standards, die derzeit zur Bewertung der Corporate Governance existieren, multipliziert mit der Anzahl der Methoden, die die Unternehmen selbst entwickelt haben. Wir dürfen auch nicht vergessen, dass sich die verschiedenen Dimensionen der Corporate Governance mit der Zeit weiterentwickeln, da sich auch die Unternehmen, die Märkte und die Gesellschaft weiterentwickeln. Das Schlüsselement ist jedoch ein kohärentes Konzept, das allen Stakeholdern des Unternehmens zeigt, wo sie stehen und wohin sie sich entwickeln.

► **J.-C. Rochet:** Die Untersuchungen einiger meiner Kollegen bestätigen, dass die Corporate Governance nicht nur multidimensional ist, sondern auch, dass ihre Messgrössen sehr heterogen sind.<sup>2)</sup> So bewerten einige Datenanbieter die Unternehmen nach einem Best-in-Class-Ansatz, während andere ein absolutes Bewertungssystem verwenden und wieder andere sich an der Offenlegung orientieren.



## Warum sind die Unstimmigkeiten bei den Governance-Kennzahlen so gross?

► **F. Frick:** Wir müssen zwischen Governance Ratings und Rohdaten unterscheiden. Ratings spiegeln Meinungen wider; Meinungsverschiedenheiten bei Ratings sind wertvoll, da sie dazu beitragen, konstruktive Diskussionen zwischen verschiedenen Interessengruppen anzustossen. Die Erhebung von Daten zu ESG-Dimensionen ist relativ neu und wird sich mit der Zeit wahrscheinlich verbessern.

► **J.-C. Rochet:** Empirische Arbeiten zu dieser Frage haben gezeigt, dass die Korrelation für ESG-Gesamtbewertungen von mehreren grossen Datenanbietern relativ niedrig ist – etwa 0,45. Detaillierte Berechnungen zeigen, dass die Korrelation für "E" am höchsten und für "G" am niedrigsten ist, was zeigt, dass der Grad der Uneinigkeit bei der Bewertung der Corporate Governance ungewöhnlich hoch ist. Dieses Ergebnis ist überraschend, da die weitverbreitete Meinung ist, dass es ein Einvernehmen darüber gibt, wie man Corporate Governance messen und quantifizieren kann.

## Würde eine bessere Offenlegung durch die Unternehmen dazu beitragen, die Unstimmigkeiten bei den Ratings zu verringern?

► **F. Degeorge:** Man könnte meinen, dass mehr Offenlegung die Meinungsverschiedenheiten bei ESG-Ratings verringern würde, aber die Forschung zeigt das Gegenteil.<sup>3)</sup> Es stellt sich heraus, dass mehr Informationen zu mehr Meinungsverschiedenheiten führen – vielleicht, weil ESG-Ratings in gewisser Weise subjektiv sind und mehr

2) Gibson Brandon, R., Krueger, P., & Schmidt, P. S. (2021). ESG rating disagreement and stock returns. *Financial Analysts Journal*. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2021.1963186>

3) Christensen, D. M., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2021) Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506>

Informationen zu mehr unterschiedlichen Interpretationen führen. In der kürzlich erschienenen SFI Public Discussion Note "Sustainable Finance Metrics" analysieren meine Kollegen das heikle Thema der Kennzahlen zur nachhaltigen Finanzierung im Detail.<sup>4)</sup>

### Wie wird derzeit über Corporate Governance berichtet? Wie könnte sich die Berichterstattung weiterentwickeln?

► **R. Lacher:** Während das Gesellschaftsrecht die Grundlage für die Berichterstattung über die Corporate Governance bildet, ist die vertiefende Berichterstattung in der Regel das Ergebnis von Gesprächen mit Aktionären und Stakeholdern, insbesondere mit Finanzanalysten. Eine Problematik, die ich erwähnen möchte, ist, dass es bei der qualitativen Unternehmensberichterstattung einen schmalen Grat gibt. Es ist nicht immer einfach zu unterscheiden, was ein Unternehmen erreicht hat, wo es derzeit steht und was es zu erreichen beabsichtigt.

► **F. Frick:** Die Berichterstattung über die Corporate Governance ist noch nicht so ausgereift wie die über Umweltkriterien oder über Finanzkennzahlen, aber es gibt bereits viele akzeptierte Messgrößen, wie zum Beispiel das Verhältnis der höchsten und niedrigsten Gehälter innerhalb des Unternehmens, die Diversität im Aufsichtsrat oder die Kosten von Gerichtsverfahren. Alle diese Indikatoren haben sich als wirksame Governance-Kennzahlen erwiesen.

### Es hat sich gezeigt, dass die Wertberichterstattung die Unternehmensleistung verbessert. Was sind die Gründe?

► **A. F. Wagner:** Manche Leute glauben, dass die Unternehmensberichterstattung lediglich eine Frage der Offenlegung ist – eine trockene, auf Zahlen basierende, und auf die Einhaltung von

Vorschriften ausgerichtete Übung. Der wichtigste Teil der Wertberichterstattung besteht darin, die Geschichte hinter den Zahlen – das Warum – zu erklären und die Puzzleteile, die zum Endergebnis führen, zusammensetzen. Zu dieser Erzählung gehört auch die Rolle der nichtfinanziellen Faktoren. Empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass Unternehmen, die die Wertberichterstattung ernst nehmen, am Ende besser abschneiden.<sup>5)</sup> Intuitiv kann man etwas nur dann gut erklären, wenn man es auch wirklich verstanden hat. Die Wertberichterstattung setzt also voraus, dass die Manager Klarheit darüber haben, welche Ziele sie verfolgen und wie effizient sie diese Ziele erreichen. Diese Klarheit wiederum hilft ihnen, ihr Unternehmen besser zu führen. Ausserdem fördert die Wertberichterstattung das Vertrauen zwischen den Aktionären, dem Vorstand, dem Management und den Mitarbeitern. Grösseres Vertrauen führt wiederum zu einer Senkung der Kapitalkosten und einer Steigerung des Unternehmenswertes.

► **M. Mächler:** Ich stimme zu, dass die Wertberichterstattung einen grossen Nutzen hat. Weniger klar ist jedoch, welche Teile einer solchen Berichterstattung veröffentlicht werden sollten, da es oft mehrere und lose miteinander zusammenhängende Erklärungen für Erfolge und Misserfolge gibt. Es ist nicht unbedingt immer sinnvoll zu versuchen, alles in einer kurzen, prägnanten und strukturierten öffentlichen Erklärung zusammenzufassen.

4) Krueger, P., & Pasche, C. (2021). *Sustainable finance metrics*. Swiss Finance Institute Public Discussion Note. <https://www.sfi.ch/en/publications/pdn-sfm>

5) Eugster, F., & Wagner, A. F. (2020). Value reporting and firm performance. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 40. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2020.100319>



▶ **R. Lacher:** Meiner Erfahrung nach ist die Wertberichterstattung sowohl für den Verwaltungsrat als auch den Vorstand wichtig und vorteilhaft, da die Festlegung und Aktualisierung der Werte des Unternehmens in der Verantwortung der Geschäftsleitung liegt und Teil der Unternehmens-DNA ist. Ich bin allerdings ein wenig skeptisch bezüglich der Kennzahlen, die hinter einer solchen Berichterstattung stehen. Schlupflöcher und Schönfärberei können diese Kennzahlen verwässern – ähnlich wie wir es beim sogenannten "Green Washing" von Umweltberichten beobachten.

**Dieses "Green Washing" ist bekannt. Gibt es auch "Good-Governance-Washing"?**

▶ **F. Degeorge:** Gewiss. Enron, das 2001 nach einem berüchtigten Bilanzskandal in Konkurs ging, erfüllte alle Standardkriterien der so genannten Best Practices der Corporate Governance. Dennoch war der Enronkonkurs ein Corporate Governance Disaster. In seinem Jahresbericht pries Enron seine "Werte" an: "Kommunikation,

Respekt, Integrität und Exzellenz". Da würde selbst George Orwell vor Neid erblassen!

▶ **A. F. Wagner:** Unternehmen streben natürlich danach, sich selbst so vorteilhaft wie möglich darzustellen. Meine Erfahrungen aus der Praxis zeigen, dass zum Beispiel bei der Vergütung von Führungskräften die Realität etwas anders aussieht als die strukturierte Methodik, die den Aktionären in den Vergütungsberichten präsentiert wird. Doch mit der Zeit wird die Wahrheit ans Licht kommen.

▶ **F. Frick:** Weitverbreitete und verallgemeinerbare Daten über Good-Governance-Washing sind begrenzt. Aus Anlegersicht ist es wichtig, dass ein Unternehmen über Corporate-Governance-Indikatoren verfügt, die in der Zeitreihe konsistent sind. So können Anleger deren Entwicklung im Laufe der Zeit verfolgen und sicherstellen, dass ein Unternehmen nicht nur gute Absichten bekundet, sondern letztlich seine langfristigen Ziele auch erreicht.



# Aktionäre und mehr

**Milton Friedman hat einmal gesagt: "Es gibt nur eine einzige soziale Verantwortung der Wirtschaft – sie muss ihre Ressourcen nutzen und sich in Aktivitäten zu engagieren, die darauf ausgerichtet sind, ihre Gewinne zu steigern, solange sie sich an die Spielregeln halten, d.h. in einem offenen und freien Wettbewerb ohne Täuschung oder Betrug tätig zu sein. "Wie reagieren Sie auf diese Aussage?**

► **M. Mächler:** Unser Verständnis der Rolle der Wirtschaft in der Welt hat sich seit Friedmans Aussage in den frühen 1960er Jahren erheblich verändert. Die Verflechtungen zwischen Unternehmen, Wirtschaft und Gesellschaft haben sich seither erheblich verstärkt, ebenso wie unser Bewusstsein für ESG-Kriterien gewachsen ist. Eine interessante Debatte dreht sich heute um den Stakeholder-Kapitalismus und die Einbettung von Unternehmen in ihr Umfeld.

► **J.-C. Rochet:** Eine solche Sichtweise ist nur in einer Welt angemessen, in der alle externen Effekte internalisiert sind. Und diese Welt gibt es aufgrund von Gesetzeslücken, unvollkommenen Eigentumsrechten und gerichtsbedingten Ineffizienzen nicht. Die Kombination dieser Faktoren führt dazu, dass Unternehmen in der Regel zu wenig in die Risikoprävention investieren, was sich auf Arbeitnehmer und Verbraucher gleichermaßen auswirkt. Eine Möglichkeit zur Lösung dieses Problems bestünde darin, dass Unternehmen den Stakeholder Value und nicht den Shareholder Value maximieren.<sup>6)</sup> Ein solch mutiger Schritt würde jedoch die Ausweitung der Eigentumsrechte auf Arbeitnehmer und Verbraucher erfordern. Mitgliedschaften für Kunden und Klienten, wie im Fall von Costco Wholesale (ebenfalls ein börsenkotiertes Unternehmen), oder die Organisationsform der Genossenschaften, wie zum Beispiel Migros oder Coop, stellen Versuche dar, solche Rechte teilweise zu verwirklichen. Da es jedoch im Allgemeinen keine Sekundärmärkte für den Handel mit solchen Rechten gibt, ist es derzeit nicht möglich, die Wertentwicklung dieser Initiativen zu quantifizieren.

► **F. Degeorge:** Milton Friedman vertrat die Auffassung, dass Manager sich auf die Erzielung von Gewinnen für die Aktionäre konzentrieren und es den einzelnen Aktionären überlassen sollten, wie sie ethisch handeln wollen. Diese Trennung hat den grossen Vorteil, dass Manager ein messbares Ziel haben. Wenn von einem Manager erwartet wird, dass er Gewinne erzielt und darüber hinaus ebenfalls gesellschaftliche Ziele verfolgt (z. B. die Erhaltung von Arbeitsplätzen und die Bekämpfung des Klimawandels), wie soll er dann das eine gegen das andere Ziel abwägen, wenn diese Ziele miteinander in Konflikt stehen, und wie können wir seine Leistung bewerten? Und was ist, wenn verschiedene Anteilseigner sich über die relative Bedeutung verschiedener gesellschaftlicher Ziele nicht

einig sind? Es ist sehr schwierig, diese Fragen zu beantworten – vielleicht heute noch schwieriger als zu Friedmans Zeiten, angesichts der zunehmenden politischen Polarisierung in vielen Ländern. Deshalb hat Friedmans Argument auch heute noch viel Kraft.

**Wie können wir die Kluft zwischen den Wünschen von Aktionären und Stakeholdern überbrücken? Hat sich diese Kluft vergrössert?**

► **J.-C. Rochet:** Das wahre Ziel eines Unternehmens ist nicht nur die Maximierung der Gewinne seiner Aktionäre, sondern auch die Bereitstellung hochwertiger Güter und Dienstleistungen für seine Kunden sowie die Schaffung eines befriedigenden und produktiven Arbeitsumfelds für seine Mitarbeiter. Interessanterweise ist die Rechtsform eines Unternehmens nicht ausschlaggebend für seinen Erfolg: Ein Unternehmen, das sich an den Interessen der Stakeholder orientiert, kann genauso gut funktionieren wie ein aktionärsorientiertes Unternehmen. So gehört beispielsweise die Credit Agricole, die als eine der grössten Genossenschaften der Welt gilt, gemessen an der Bilanzsumme auch zu den zehn grössten Banken der Welt. Ich glaube, dass es letztlich Kunden und Mitarbeitern obliegt, ihre Präferenzen offenzulegen und bei denjenigen Unternehmen zu kaufen und zu arbeiten, die sie schätzen.

► **F. Degeorge:** Gesellschaftliche Werte und Bestrebungen entwickeln sich im Laufe der Zeit weiter, und folglich ändern sich auch die Prioritäten der Stakeholder. Heute ist das Interesse an ESG wesentlich grösser als noch vor 20 Jahren. Diese Verschiebung nährt den Eindruck, dass die Kluft zwischen den Zielen der Aktionäre und der Stakeholder immer grösser wird, aber wir sollten das Ausmass dieser Kluft nicht überbewerten. Durch ihre Gewinnorientierung passen sich die besten Unternehmen schnell an die neuen Prioritäten ihrer Stakeholder an. So haben beispielsweise gewinnorientierte Lebensmittelunternehmen schnell auf die wachsende Verbrauchernachfrage nach pflanzlichen Lebensmitteln reagiert. Arbeitgeber, die dafür bekannt sind, dass sie ein flexibles Arbeitsumfeld bieten und Diversität schätzen, sind besser in der Lage, Talente anzuziehen. Aus reinem Eigeninteresse liegt Vermögensverwaltern der Klimawandel sehr am Herzen: Sie wollen keine Vermögenswerte besitzen, die durch den Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft wertlos zu werden drohen. So gleichen sich die Ziele der Aktionäre und die Ziele anderer Stakeholder durch Wettbewerbskräfte einander an.

6) Magill, M., Quinzii, M., & Rochet, J.-C. (2015). A theory of the stakeholder corporation. *Econometrica*, 83(5), 1685-1725. <https://doi.org/10.3982/ECTA11455>

### Wie können Stakeholder Corporate Governance bewerten und beeinflussen?

▶ **J.-C. Rochet:** Die Geschichte kennt eine Fülle von Fällen, in denen Regierungen nicht in der Lage oder nicht willens waren, die notwendigen Massnahmen zur Maximierung des sozialen Wohlstands zu ergreifen. Ich glaube, dass der Aktivismus von Nichtregierungsorganisationen (NRO) hierbei eine entscheidende Rolle spielen könnte. Ein von mir vor kurzem entwickeltes theoretisches Modell zeigt, dass die staatliche Regulierung anfällig für industrielle Interessen wird, wenn die Kosten der Einflussnahme sinken und die Wirtschaftstätigkeit wächst.<sup>7)</sup> Wenn NRO effizient und gut informiert sind, können sie die staatliche Regierung ersetzen und dazu beitragen, ein Optimum an sozialem Wohlstand zu erreichen.

▶ **R. Lacher:** Stakeholder können ihre Meinung auf vielfältige Weise zum Ausdruck bringen, sei es durch Generalversammlungen, Lobbying, politische Abstimmungen oder NRO-Aktivismus. Die "Abzocker-Initiative" (oder "Kaderlohn-Initiative 2013") ist ein eindrückliches Beispiel dafür, wie Stakeholder, in diesem Fall die Schweizer Bevölkerung, ihre Meinung zur Unternehmensvergütung und Vergütungstransparenz sowie zur Abstimmungstransparenz bei Pensionskassen zum Ausdruck gebracht haben. Nicht zu vergessen sind ebenfalls die öffentliche Meinung und die Stimmung an der Börse, die einen starken Einfluss auf alle börsenkotierten Unternehmen haben können.

▶ **M. Mächler:** Die Interaktion mit den verschiedenen Stakeholdern der Zurich Insurance Group in den letzten 150 Jahren hat das Unternehmen zu dem gemacht, was es heute ist. Der Kreis der Stakeholder hat sich dabei im Laufe der Zeit von internen Stakeholdern auf eine Reihe von externen Stakeholdern wie Aufsichtsbehörden, Kapitalmärkte und die breite Öffentlichkeit erweitert. Zu den externen Stakeholdern, die bei der Corporate Governance im Allgemeinen eine immer wichtigere Rolle spielen, gehören institutionelle Stimmrechtsberater (englisch: proxy advisors) und Wissenschaftler. Beide Gruppen haben eine Gesamtübersicht hinsichtlich der allgemeinen Richtung, in die sich die Branche bewegt.

▶ **F. Degeorge:** Die Technologie bietet heute viel mehr Möglichkeiten, auf Informationen zuzugreifen und Meinungen zu äussern als in der Vergangenheit. Technisch versierte Stakeholder können sich leicht detaillierte Informationen über Unternehmen beschaffen, wie es vor 20 Jahren noch undenkbar war. Dank der sozialen Medien

können sie ihre Meinung auch nachdrücklich zum Ausdruck bringen. Gut organisierte Kampagnen können Unternehmen dazu bringen, ihr Verhalten zu ändern.

### Und schliesslich: Wird das Stakeholder-Prinzip im geltenden Gesellschaftsrecht ausreichend berücksichtigt? Welche Änderungen sollten vorgenommen werden? Und von wem?

▶ **A. F. Wagner:** Aus internationaler Sicht stellt die Schweiz eine Ausnahme dar, da Verwaltungsräte hier ausdrücklich für das Gesamtwohl ihres Unternehmens verantwortlich sind – einschliesslich der Stakeholder, wie z. B. der Mitarbeiter, und nicht nur der Aktionäre. In der Praxis bedeutet dies, dass der Verwaltungsrat zumindest vorübergehend beschliessen kann, sich gegenüber den Wünschen der Aktionäre unpopulär zu verhalten, was es ihm ermöglicht, von übermässiger Kurzsichtigkeit abzusehen. Auch wenn es nach einer guten – und von der klassischen Corporate Governance Lehre unterstützten – Idee klingt, den Aktionären mehr Macht zu geben, können solche Machtverschiebungen leicht dazu führen, dass andere Interessengruppen weniger berücksichtigt werden.

▶ **F. Degeorge:** Im Grossen und Ganzen räumt das Gesellschaftsrecht dem Shareholder Value Vorrang ein. In einigen Ländern gibt es Versuche, die Definition von Unternehmenszielen zu erweitern. Es wird interessant sein zu sehen, wie sich solche Experimente entwickeln. So hat Frankreich vor kurzem die Rechtsform der "entreprise à mission" ("zweckgebundenes Unternehmen") eingeführt. Bislang sind die Ergebnisse nicht ermutigend. Der französische Lebensmittelkonzern Danone hat diese Unternehmensform angenommen, aber auf Druck einiger Aktionäre hat der Verwaltungsrat kürzlich den Vorstandsvorsitzenden entlassen. Dieses Beispiel verdeutlicht die Herausforderung, die Ziele von Unternehmen über den Shareholder Value hinaus zu erweitern. Es gibt ebenfalls ein tiefgreifendes Problem mit einigen der jüngsten Vorschläge für Rechtsreformen. Während diese Reformen vordergründig die Unzulänglichkeiten des Shareholder-Value-Konzepts angehen, haben sie in Wirklichkeit andere Beweggründe. Vor allem in den Vereinigten Staaten hat die politische Polarisierung dazu geführt, dass Finanzwissenschaftler auf Corporate Governance Reformen drängen, um einige durch den regulären politischen Prozess unerreichbare Ziele durchzusetzen. Dieser Vorstoss zur Ausweitung der Unternehmensziele über den Shareholder Value hinaus ist ein Versuch, die Demokratie zu umgehen. Glücklicherweise ist der politische Prozess in der Schweiz nicht mit denselben Hindernissen konfrontiert, so dass viele der derzeit in den Vereinigten Staaten diskutierten Vorschläge zur Corporate Governance für die Schweiz nicht relevant sind.

7) Wie können Stakeholder Corporate Governance bewerten und beeinflussen? Daubanes, J., & Rochet, J.-C. (2019). The rise of NGO activism. *American Economic Journal: Economic Policy*, 11(4), 183-212. <https://doi.org/10.1257/pol.20180027>

# Die Rolle des Verwaltungsrats

## Früher lautete die Norm: "Die Geschäftsleitung handelt und die Aufsichtsgremien überwachen. "Was ist heute die Norm?"

► **R. Lacher:** Ich glaube, dass diese Norm immer noch weitgehend zutreffend ist. Es ist wichtig, das Mandat des Verwaltungsrats vom Mandat der Geschäftsleitung zu unterscheiden – warum sollte man sonst zwei verschiedene Gremien haben, wenn sie die gleiche Funktion ausüben? Allerdings ist die Situation nicht schwarz-weiss, sondern hängt von kulturellen Codes und Normen sowie von dem Unternehmen selbst ab. Meiner Meinung nach ist es immer noch am besten, wenn der Verwaltungsrat die Organisation der Gesellschaft und ihre allgemeine Strategie festlegt und die Geschäftsleitung diese Strategie umsetzt, wobei die beiden Gremien häufig zusammenarbeiten.

► **A. F. Wagner:** Die Antwort hängt weitgehend davon ab, wo das Unternehmen ansässig ist und wie gross es ist. Auch hier ist die Schweiz etwas Besonderes, da der *Verwaltungsrat* hier im Prinzip eine wichtige Rolle bei der Festlegung der Unternehmensstrategie spielt. Im Gegensatz dazu hat der *Aufsichtsrat* in Deutschland vor allem eine Aufsichtsfunktion. Im Laufe der Zeit sind die Anforderungen der Aktionäre an den Verwaltungsrat sicherlich gestiegen. Während in der Vergangenheit Fachwissen über das eigentliche Geschäft nicht unbedingt eine Voraussetzung für Verwaltungsratsmitglieder war, werden die Mitglieder der Verwaltungs- bzw. Aufsichtsräte grosser globaler Unternehmen heutzutage von den Investoren

hinsichtlich ihrer Kompetenzen und ihrer zeitlichen Verfügbarkeit besonders genau unter die Lupe genommen.

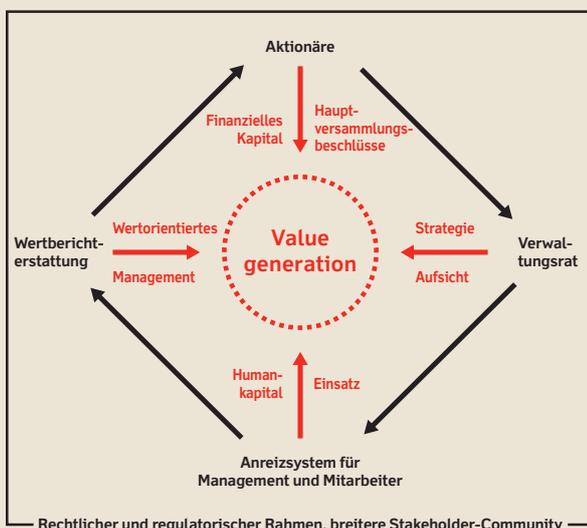
## Was ist Ihre Meinung zu einer angemessenen Vergütung von Führungskräften, zu Anreizen und zur Risikobereitschaft?

► **A. F. Wagner:** Das ist eine sehr schwierige Frage. Das Grundprinzip ist, dass das Vergütungssystem den konkreten Bedürfnissen des Unternehmens entsprechen sollte: Ein Vergütungssystem von einem Unternehmen auf ein anderes zu verpflanzen, ist ein Garant für Probleme. Ich habe jedoch den Eindruck, dass die Funktionsweise komplexer, vielschichtiger Vergütungspläne manchmal nicht vollständig verstanden wird, insbesondere ihre Auswirkungen auf die Anreize zum Eingehen von Risiken. Risikoanreize müssen aktiv gesteuert werden.<sup>8)</sup> Ich denke, dass Unternehmen im Allgemeinen gut damit fahren, wenn sie das Mittel des einfachen Aktienbesitzes effektiv nutzen, sowohl auf der Ebene der Führungskräfte als auch für die breitere Mitarbeiterbasis.

► **F. Degeorge:** Die Forschung zeigt, dass Anreize funktionieren: Sie verändern das Verhalten von Managern und Unternehmen. Das Problem ist, dass sie manchmal zu gut funktionieren. Wenn Anreize schlecht konzipiert sind, belohnen sie wertvernichtendes Verhalten. So ermutigen beispielsweise zielorientierte Anreize, das System zu manipulieren. Es werden übermässigen Risiken eingegangen, wenn das Ziel weit entfernt ist, und es führt zu übermässiger Vorsicht, wenn das Ziel bereits erreicht wurde. Ein weiterer wichtiger Aspekt von Anreizen ist ihr Zeithorizont: Kurzfristige Anreize fördern kurzfristiges Verhalten, während Anreize, die das Management für eine längerfristige Perspektive belohnen, zu langfristiger Wertschöpfung führen.

► **F. Frick:** Es ist keineswegs einfach, ein geeignetes Anreizsystem zu schaffen, da die Entscheidungen von Managern und Arbeitnehmern in einem bestimmten Unternehmensbereich potenzielle Folgen für das gesamte Unternehmen haben können. In der Finanzbranche sind zunehmend Vergütungssysteme zu beobachten, die in bar und in Aktien gezahlt werden, um die Anreize für die Mitarbeiter mit denen der Unternehmenseigentümer in Einklang zu bringen, aber auch Vergütungssysteme, bei denen ein Teil des Gehalts für eine bestimmte Anzahl von Jahren in vom Unternehmen verwaltete Fonds investiert wird, um die Anreize für die Mitarbeiter mit denen der Kunden des Unternehmens und dadurch letztlich des Unternehmens selbst in Einklang zu bringen.

Abb. 2: Corporate Governance innerhalb des rechtlichen Rahmens



Quelle: Wagner, A. F., & Wenk, C. (2016). *Corporate governance: Beyond best practice*. Swiss Finance Institute White Paper.

8) Chesney, M., Stromberg, J., Wagner, A. F., & Wolff, V. (2020). Managerial incentives to take asset risk. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101758. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101758>

► **M. Mächler:** Ich finde es ermutigend, dass immer mehr Arbeitnehmer durch Aktienbesitz als Kapitalgeber für ihre Unternehmen fungieren. Dieser Trend zeigt, dass diese Anreizsysteme nicht nur die Arbeitnehmer belohnen, sondern ihnen auch die Möglichkeit geben, sich für ihr Unternehmen zu engagieren und ihre Verbundenheit zum Unternehmen zu zeigen.

**Wie sollte der "ideale" Verwaltungsrat aussehen?**

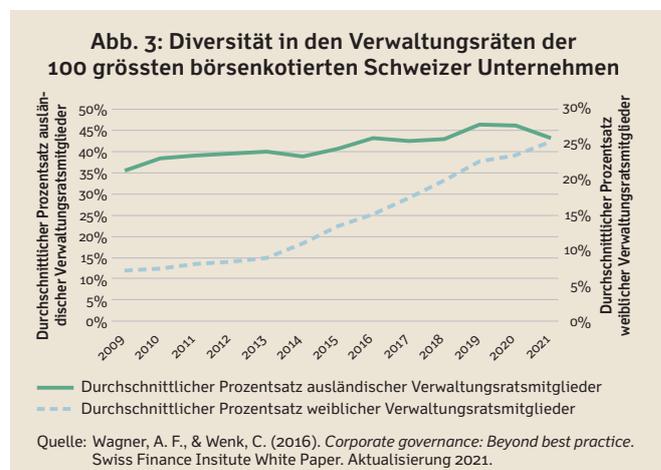
► **M. Mächler:** Es gibt keine Einheitslösung für die Corporate Governance, aber Verwaltungsräte sollten die Werte des Unternehmens und seiner Stakeholder widerspiegeln. Da Corporate Governance mehrdimensional ist, ist es gut sicherzustellen, dass auch der Verwaltungsrat Diversität reflektiert und Mitglieder mit vielfältigen Perspektiven hat.

► **F. Frick:** Meiner Erfahrung nach besteht das grösste Risiko im Overboarding, also der Ausübung zu vieler Verwaltungsratsmandate durch die gleiche Person. Verwaltungsratsmitglieder, egal wie erfahren sie sind, müssen sich sorgfältig auf jede Sitzung vorbereiten – eine beträchtliche Menge an Lektüre und Recherchen – um den aktuellen Kontext des Unternehmens und das allgemeine Branchenumfeld zu verstehen. Die Mitglieder des Verwaltungsrats müssen das Management herausfordern, unterstützen und ermutigen und auch bereit sein, Meinungsverschiedenheiten mit den anderen Verwaltungsratsmitgliedern zu akzeptieren.

► **R. Lacher:** Diversität und Grösse des Verwaltungsrats sind zwei entscheidende Faktoren. Ich glaube fest an ein Kompetenzraster, was bedeutet, dass ein breites Spektrum an Fähigkeiten, Werten und Erfahrungen im Verwaltungsrat vertreten sein sollte. So versuchen wir zum Beispiel immer, einen Nicht-Banker mit CEO

Erfahrung in der Industrie in den von mir geleiteten Verwaltungsrat zu holen, um eine alternative und neue Sichtweise bei der Behandlung von Finanzfragen zu erhalten. Eine weitere wichtige Voraussetzung ist das zeitliche Engagement: Ein Verwaltungsrat mit grossen Namen, die aber nur wenig Zeit zur Verfügung stellen, bringt nur sehr begrenzte Vorteile. Ausserdem müssen die Verwaltungsratsmitglieder die Rollen und Qualitäten ihrer Kollegen verstehen, um ein konstruktives Arbeitsumfeld zu gewährleisten. Schliesslich muss der Verwaltungsrat offen sein für eine frühzeitige Interaktion mit dem CEO, wenn es um die Bewältigung einer Krise geht.

► **J.-C. Rochet:** Wenn eine Stakeholder-Gesellschaft angestrebt wird, sollten in den Verwaltungsräten der Unternehmen auch Vertreter der Arbeitnehmer und der Verbraucher vertreten sein, wie dies bei den Genossenschaften der Fall ist.



# Anlegerverhalten und institutionelle Stimmrechtsberater (Proxy advisors)

## Was wissen wir über die Beziehung zwischen Unternehmen und ihren Investoren?

► **R. Lacher:** Diese Frage verdient zwei unterschiedliche Antworten; die Beziehung hängt stark von der Aktionärsstruktur des Unternehmens ab. Bei Unternehmen mit Hunderten von Aktionären, die jeweils nur einen Bruchteil eines Prozentsatzes des Gesamtunternehmens besitzen, entscheiden letztlich Stimmrechtsberater und institutionelle Anleger; in diesem Fall ist keine enge Beziehung zwischen Managern, Verwaltungsrat und Aktionären erforderlich. Bei Unternehmen mit nur wenigen Aktionären, die jeweils einen bedeutenden Anteil am Unternehmen besitzen, gibt es Raum für intensive Diskussionen zwischen diesen Aktionären und dem CEO, dem Finanzvorstand (englisch: CFO) und dem Verwaltungsrat. Schliesslich gilt es zu bedenken, dass aktivistische Aktionäre oftmals Ihre Meinung sehr aggressiv vertreten. Das Management der Aktionärsbasis kann eine Herausforderung sein, wie der kürzlich beigelegte mehrjährige Streit zwischen Sika und Saint-Gobain gezeigt hat.

► **A. F. Wagner:** In Gesprächen über Aktionäre werden diese häufig als homogene Gruppe betrachtet. Sie sind jedoch sehr heterogen, was ihren Zeithorizont und andere Präferenzen angeht. Diese Vielfalt zeigt sich in ihrem Verhalten. So zeigen Untersuchungen zur COVID-19-Krise, dass die Aktienkurse von Unternehmen besonders stark einbrachen, wenn ihre institutionellen Anleger stark in anderen Unternehmen mit schwachen Finanzkennzahlen engagiert waren; diese institutionellen Anleger tendierten zu Notverkäufen, als die Krise im Frühjahr 2020 ihren ersten Höhepunkt erreichte.<sup>9)</sup> Diese Episode zeigt, dass "Kenne deinen Investor" genauso wichtig sein kann wie das Mantra "Kenne deinen Kunden".

► **F. Frick:** Aufgrund des zunehmenden Aktionärsaktivismus sind die Unternehmen in Kontakt mit ihren Aktionären getreten. Es gab sogar Fälle, in denen die Geschäftsleitung eines Unternehmens aktiv auf die Aktionäre zugegangen ist und versucht hat, deren Abstimmungsverhalten zu beeinflussen, was eindeutig grenzwertig ist ...

## Institutionelle Stimmrechtsberater sind immer häufiger anzutreffen. Was war ihre ursprüngliche Rolle, und wie hat sie sich entwickelt?

► **A. F. Wagner:** Die institutionelle Stimmrechtsberatung hat in den letzten 20 Jahren immer mehr an Bedeutung gewonnen. Grundsätzlich ist die Idee gut: Da sich viele Anleger eine Meinung zu denselben Themen bilden müssen, ist es sinnvoll, dass Spezialisten Informationen zu diesen Themen bereitstellen. Im Laufe der Zeit haben sich viele institutionelle Anleger jedoch dazu entschlossen, den Empfehlungen der Berater mehr oder weniger blind zu vertrauen. Wir haben jedoch beobachtet, dass viele Aktionäre zwar den negativen

Empfehlungen der Stimmrechtsberater folgen, aber häufig von deren positiven Empfehlungen abweichen und stattdessen kritischer abstimmen.

► **M. Mächler:** Die Stimmrechtsberater müssen vorsichtig sein, was ihre Fähigkeit zur Beeinflussung der öffentlichen Meinung angeht. Meiner Meinung nach sollten sie sich von dem gegenwärtig vorherrschenden Ansatz abwenden, in welchem sie vorgefertigte Konzepte abprüfen, und stattdessen einen Ansatz wählen, in welchem sie Unternehmen zuhören und sich eine individuelle Meinung bilden. Sie sollten sich nicht mit dem Ankreuzen von Kästchen zufrieden geben.

## Verbessern Stimmrechtsberater Unternehmensentscheidungen und Corporate Governance?

► **A. F. Wagner:** Es ist schwierig, auf diese Frage eine allgemeingültige Antwort zu geben. Ein Problem ist der potenzielle Interessenkonflikt einiger Stimmrechtsberater. Ein anderes Problem ist, dass sie die Aktionäre dazu verleiten könnten, sich zu wenig Mühe bei ihren eigenen Recherchen zu geben. In Bezug auf den zweiten Punkt deuten neue Forschungsergebnisse jedoch darauf hin, dass die Stimmrechtsberatung eine positive Rolle spielen kann, indem sie kritische Themen hervorhebt. So ermöglicht sie es, dass Aktionäre sich ihre eigene Meinung zu diesen Themen bilden, was letztlich die Corporate Governance insgesamt verbessert.<sup>10)</sup> Sehr wichtig hierbei ist, dass der Zeitraum zwischen der Versendung der Abstimmungsunterlagen durch die Unternehmen und der Abhaltung der Hauptversammlung ausreichend lang sein muss.

► **F. Frick:** Stimmrechtsberater haben eindeutig dazu beigetragen, den Abstimmungsprozess zu erleichtern. Da die Zahl der Unternehmen, in die ein Investor investieren kann, sehr gross ist, würde die Bildung einer fundierten Meinung zu jedem Traktanden oder Antrag viel zu viele Ressourcen erfordern. Dennoch ziehe ich es vor, mich auf einen hybriden Ansatz zu verlassen: Ich folge den Empfehlungen der Stimmrechtsberater für die breite Masse der Fragen, beschäftige mich aber auch persönlich mit Nischenfragen und zögere nicht, gegen die Empfehlungen der Berater zu stimmen.

► **R. Lacher:** Grundsätzlich hat die Stimmrechtsberatung die Effizienz des Abstimmungsverfahrens für institutionelle Anleger und Pensionsfonds eindeutig verbessert. Was mich manchmal an

9) Glossner, S., Matos, P., Ramelli, S., & Wagner, A. F. (2021). Do institutional investors stabilize equity markets in crisis periods? Evidence from COVID-19. *Working paper*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3655271>

10) Buechel, B., Mechtenberg, L., & Wagner, A. F. (2021). When do proxy advisors improve corporate decisions? *Working paper*.

ihrem wahren Wert zweifeln lässt, ist der oben bereits angesprochene "Box-ticking" Ansatz und auch der zugrundeliegende Interessenkonflikt, da Stimmrechtsberater ihre eigenen Geschäftsinteressen und nicht nur die Interessen ihrer Kunden verfolgen müssen. Was die Zukunft der Stimmrechtsberater betrifft, so würde ich die zunehmende Divergenz ihrer Empfehlungen im Auge behalten, die meines Erachtens letztlich mehr Verwirrung als Nutzen stiftet.

#### **Befreien Stimmrechtsberater die Anleger tatsächlich von ihren Hausaufgaben, so wie es die Kreditratings tun?**

▶ **A. F. Wagner:** Das sollten sie nicht. Tatsächlich werden die Stimmrechtsberater immer mehr zu Datenlieferanten, und die anspruchsvollsten Aktionäre entwickeln auf der Grundlage dieser Daten ihre eigenen Positionen. Im Gegensatz dazu werden kleinere institutionelle Anleger, wie z.B. ein erheblicher Teil der Schweizer Pensionskassen, den Empfehlungen von Stimmrechtsberatern wahrscheinlich weiterhin sehr genau folgen.

▶ **F. Degeorge:** Die Auslagerung von Abstimmungsentscheidungen durch Investoren an Stimmrechtsberater könnte durchaus sinnvoll sein, wenn die Stimmrechtsberater über besondere Fachkenntnisse verfügen. Wissenschaftliche Untersuchungen deuten jedoch darauf hin, dass die Abstimmungsempfehlungen von Stimmrechtsberatern zu oft pauschal ausfallen. Es gibt auch einige Hinweise darauf, dass der Interessenkonflikt die Empfehlungen verzerrt: Stimmrechtsberater helfen Unternehmen bei der Ausarbeitung von Vorschlägen und beraten dann die Anleger bei der Abstimmung über dieselben Vorschläge. Diese Vermischung der Rollen ist kaum förderlich für die Objektivität.



# Die Wichtigkeit der Regulierungsbehörden und der Gesellschaft

## Regierungen können sich auf Gesetze berufen, während Unternehmen dynamischer und innovativer sind. Was sind die Vor- und Nachteile von Regulierungsmassnahmen gegenüber marktbasierter Initiativen?

► **M. Mächler:** Eine Interessenabwägung sollte hier der zentrale Punkt des Entscheidungsprozesses sein. Regierungen und Regulierungsbehörden haben das Mandat zu definieren was im weitesten Sinne das Beste für die Gesellschaft ist, und die zur Erreichung dieser Ziele erforderlichen Meilensteine zu setzen. Sie können dieses Mandat erfüllen, wenn ein umfassender und funktionierender demokratischer Prozess und eine intensive Zusammenarbeit mit dem Privatsektor vorhanden sind. Leider sind Regierungsentscheidungen allzu oft zu einseitig, politisch motiviert und kurzfristig ausgerichtet. Ausserdem reagieren die Regulierungsbehörden sehr reaktiv, wenn beispielsweise im Finanzsektor eine Störung auftritt. Zwar ist es theoretisch angemessen, dass sie versuchen, die Wiederholung einer solchen Panne zu vermeiden, doch wird ihre Lösung in der Regel nicht ausreichend analysiert und führt nicht zu einer nüchternen Maximierung des Wohlstands. Die zunehmende politische Polarisierung, die derzeit in vielen Ländern zu beobachten ist, trägt nicht gerade dazu bei, einen fairen Interessenausgleich zu gewährleisten.

► **F. Frick:** Staatliche Regulierung ist in der Tat wichtig, wenn es darum geht, die Spielregeln festzulegen. Aber neben grossen Unternehmen könnten auch Marktteilnehmer wie IFRS (International Financial Reporting Standards) und ISO (International Organization for Standardization) eine Schlüsselrolle bei der Verbreitung von standardisierten Messgrössen und Methoden übernehmen.

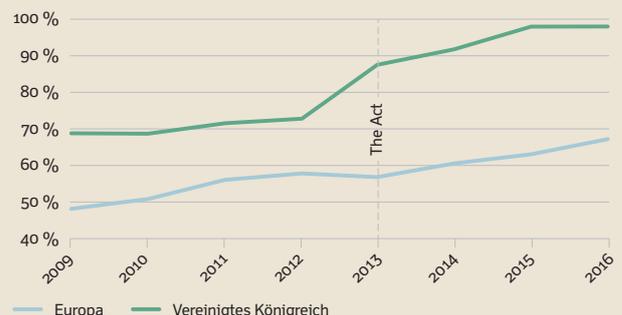
► **J.-C. Rochet:** Wir müssen auch anerkennen, dass grosse Unternehmen aufgrund ihrer internationalen Reichweite in der Lage sind, mit mehr Stakeholder-Gruppen zu interagieren als die Regierung eines einzelnen Landes. Dadurch befinden sich Unternehmen in einer hervorragenden Position, um uns gemeinsam aus dem "Gefangenendilemma" zu befreien, in dem Nationen gefangen sind, wenn es um ESG-Verbesserungen geht. Es liegt auf der Hand, dass die Gesellschaft – sei es in Form von Verbrauchern, Investoren oder Arbeitnehmern – ihre ESG-Präferenzen weiter kommunizieren und auf Stakeholder ausgerichtete Unternehmen unterstützen muss.

## Die obligatorische Offenlegung von ESG-Daten findet immer mehr Verbreitung. Wie reagieren Unternehmen und Anleger auf solche regulatorischen Massnahmen?

► **J.-C. Rochet:** Die obligatorische Offenlegung von ESG-Kennzahlen hat sich noch nicht durchgesetzt. Dennoch wurden 2013 die am Hauptmarkt der Londoner Börse kotierten Unternehmen verpflichtet,

ihre Treibhausgasemissionen offenzulegen – eine wichtige Komponente aller Umweltkriterien. Empirische Ergebnisse zeigen, dass die am stärksten von der Verordnung betroffenen Unternehmen, insbesondere der Öl- und Gassektor, signifikant positive Bewertungseffekte erfuhr und dass britische Unternehmen seither deutlich schneller als ihre europäischen Konkurrenten ihre Treibhausgasemissionen reduzieren. Man könnte spekulieren, dass die obligatorische Offenlegung der Corporate Governance eine ähnliche Wirkung auf die Unternehmensbewertung und eine gute Corporate Governance haben könnte.<sup>11)</sup>

**Abb. 4: Prozentsatz der britischen und europäischen Unternehmen, die Treibhausgasemissionen offenlegen**



Quelle: Jovenot, V., & Krueger, P. (2021) Mandatory corporate carbon disclosure: Evidence from a natural experiment. Working paper.

► **R. Lacher:** Ich glaube, dass wir noch am Anfang des Prozesses stehen, da zu viele Interessengruppen zu viele ESG-Standards geschaffen haben. Diese Situation hat zu dem geführt, was heute abwertend als "ESG-Buchstabensuppe" bezeichnet wird. Aber Unternehmen haben die Botschaft durchaus verstanden, und praktisch alle Firmen sind dabei, Verbesserungen auf der Grundlage von ESG-Kriterien vorzunehmen.

## Welche aktuellen Initiativen gibt es im Bereich der marktbasierter Corporate Governance?

► **F. Frick:** Die treuhänderische Pflicht der institutionellen Investoren hat sich, insbesondere in Europa, von einer reinen Messung der risikoadjustierten Performance zu einer Pflicht gewandelt, die auch die Gesamtauswirkungen von Anlagen auf die Gesellschaft einschliesst. Als unmittelbare Folge davon werden zunehmend erfolgsabhängige Gebühren an diejenigen Vermögensverwalter ausgeschüttet, die in

11) Jovenot, V., & Krueger, P. (2021) Mandatory corporate carbon disclosure: Evidence from a natural experiment. Working paper. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3434490>

Bezug auf ESG-Kriterien gute Leistungen erbringen – ein Beweis dafür, dass marktbasierende Initiativen funktionieren.

► **M. Mächler:** Der Schweizer Code of Best Practice für Corporate Governance hat sich in den letzten Jahrzehnten insgesamt positiv entwickelt. In diesem Zusammenhang ist es sehr interessant zu beobachten, wie die Änderungen in den Kodizes der Vereinigten Staaten und des Vereinigten Königreichs allmählich in den Schweizer Kodex einfliessen, was zeigt, dass grosse multinationale Unternehmen einen übergreifenden indirekten marktbasierenden Einfluss haben.

**Wer ist am besten in der Lage, die Corporate Governance voranzutreiben? Die Gesetzgeber? Regulierungsbehörden? Aktionäre? Unternehmen? Oder jemand anderes?**

► **A. F. Wagner:** Da es bei der Corporate Governance kein Patent-rezept gibt, das auf alle Unternehmen angewandt werden kann, werden tiefgreifende regulatorische und rechtliche Massnahmen oft scheitern. Marktbasierende Lösungen und Marktdisziplin sind meiner Meinung nach unsere wirksamsten Instrumente. Ein klarer und konsequent durchgesetzter rechtlicher Rahmen, der auf die Vermeidung potenzieller Systemrisiken abzielt, bleibt jedoch unerlässlich.

► **M. Mächler:** Den verschiedenen Akteuren stehen unterschiedliche Instrumente zur Verfügung, jedes mit seinen spezifischen

Stärken und Schwächen, die sie nutzen können, um die künftige Definition einer guten Corporate Governance zu beeinflussen. Im Falle der Schweiz sollten wir uns bewusst sein, dass sich Regulation der Finanzbranche viel schneller und effizienter ändern lässt als das allgemeine Unternehmensrecht. Dies bedeutet, dass ESG-Anforderungen auf Finanzunternehmen angewendet werden können, lange bevor sie Auswirkungen auf die allgemeine Wirtschaft haben. Auch wenn der Nutzen der Ausrichtung auf eine bestimmte Branche zu hinterfragen ist, müssen die Finanzakteure bereit sein.

► **R. Lacher:** Die derzeitige ESG-Berichterstattung ist sehr unübersichtlich und kostspielig. Ich hoffe, dass es eine schnelle Konsolidierung der Standards geben wird, wie wir es bei der Rechnungslegung mit den IFRS- und US-GAAP-Grundsätzen erlebt haben, und dass nur einige wenige Berichtsnormen übrigbleiben werden. Ob diese Standards von einer Regierung, einer NRO oder der Industrie festgelegt werden, spielt letztlich keine grosse Rolle.

► **J.-C. Rochet:** Für einen effizienten Übergang muss die Gesellschaft – ob durch Wahlen, Konsumverhalten, Investitionen oder Arbeit – ihre ESG-Präferenzen gegenüber Unternehmen, Regierungen und Gesetzgebern gleichermaßen zum Ausdruck bringen. Der Druck wird daher wahrscheinlich gleichzeitig aus vielen verschiedenen Richtungen kommen.



## Swiss Finance Institute

Das Swiss Finance Institute (SFI) ist das nationale Kompetenzzentrum für Grundlagenforschung, Doktorandenausbildung, Wissensaustausch und Weiterbildung im Bank- und Finanzwesen. Die Mission des SFI ist es, Wissenskapital für den Schweizer Finanzmarkt zu schaffen. Das 2006 als eine öffentlich-private Partnerschaft gegründete SFI entstand aus einer gemeinsamen Initiative des Schweizer Finanzsektors, sechs führender Schweizer Universitäten und der Schweizerischen Eidgenossenschaft.

### Herausgeber

Dr. Silvia Helbling  
Head of Knowledge Exchange and Education

Dr. Cyril Pasche  
Director Knowledge Exchange and Education

### Kontakt

Dr. Cyril Pasche  
+41 22 379 88 25  
cyril.pasche@sfi.ch

Diese Publikation wurde auf nachhaltigem "Refutura"-Papier gedruckt, welches mit dem Blauen Engel zertifiziert ist.

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80  
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71  
www.sfi.ch

