



---

<sup>b</sup>  
**UNIVERSITÄT  
BERN**

Wirtschafts- und  
Sozialwissenschaftliche Fakultät  
Departement Betriebswirtschaftslehre  
**Institut für Finanzmanagement**

# Corporate Governance von Schweizer Verwaltungsräten

Inauguraldissertation zur Erlangung der Würde eines Doctor rerum  
oeconomicarum der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät  
der Universität Bern

Urs Wälchli

Die Fakultät hat diese Arbeit am 24. April 2008 auf Antrag der beiden Gutachter  
Prof. Dr. Claudio Loderer und Prof. Dr. Urs Peyer als Dissertation angenommen, ohne  
damit zu den darin ausgesprochenen Auffassungen Stellung nehmen zu wollen.

Bern, Juni 2008

# Executive Summary

Corporate Governance ist in aller Munde. Ob Managerlöhne, Abgangsentschädigungen, Bilanzierungsskandale oder verfilzte Verwaltungsräte – kaum ein Tag vergeht, ohne dass sich die Medien mit Fragen der Corporate Governance befassen. Oftmals steht dabei der Verwaltungsrat im Mittelpunkt der Kontroverse: Nimmt er seine Überwachungsfunktion gegenüber dem Management genügend stark wahr? Verfügen seine Mitglieder über ausreichende fachliche Qualifikationen, um die Geschicke des Unternehmens zu bestimmen? Und darf es sein, dass der Vorsitzende der Geschäftsleitung (CEO) gleichzeitig auch den Verwaltungsrat präsidiert (COB)?

Trotz der zentralen Stellung, die der Verwaltungsrat im Rahmen der Corporate Governance einnimmt, lassen die bisherigen theoretischen und empirischen Erkenntnisse keine eindeutigen Schlüsse zu, welche Verwaltungsratsstrukturen den Aktionären den grössten Nutzen stiften. Die vorliegende Dissertation trägt dazu bei, den Nutzen und die Funktionsweise des Verwaltungsrates besser zu verstehen. Sie greift drei spezifische Fragestellungen der Corporate Governance von Verwaltungsräten auf, welche bis anhin relativ unerforscht sind:

- 1) Wie unterscheiden sich börsenkotierte und nicht börsenkotierte Unternehmen hinsichtlich ihrer Anstrengungen zum Schutz der Aktionärsinteressen?
- 2) Bekennen sich Unternehmen, die anerkanntermassen gute Standards der Corporate Governance befolgen, auch vermehrt zur Maximierung des (langfristigen) Shareholder Value als Unternehmensziel?
- 3) Welche Faktoren führen zu Veränderungen in der Verwaltungsratszusammensetzung und wie wirken sich diese Veränderungen auf die Unternehmensperformance aus?

Diesen Fragestellungen entsprechend gliedert sich die Dissertation in drei eigenständige empirische Arbeiten, die im Folgenden kurz vorgestellt werden.

## Der Schutz von Minderheitsaktionären: Kотиerte vs. nicht kотиerte Unternehmen

*Gemeinsam mit Prof. Dr. Claudio Loderer.*

*Originaltitel: Protecting minority shareholders: Listed versus unlisted firms*

Verglichen mit börsenkotierten Unternehmen scheinen nicht kотиerte Gesellschaften einen relativ beschränkten Eigenkapitalbedarf aufzuweisen. Es ist deshalb unklar, ob es für sie überhaupt von Nutzen ist, sich in einem Ausmass um die (Minderheits-)Aktionäre zu kümmern, das den gesetzlich vorgeschriebenen Rahmen übersteigt. Wollen sie allerdings externe Investoren anziehen, um zu günstigen Konditionen Mittel am Kapitalmarkt zu beschaffen, müssen sie ihre Corporate Governance entsprechend anpassen. Konkret ist zu erwarten, dass sie zu diesem Zweck ihre Transparenz verbessern, Prozesse und Organisationsstrukturen wählen, welche die Interessen der Minderheitsaktionäre schützen, und die Manager und Verwaltungsräte mit den entsprechenden Anreizsystemen versehen.

Ein Vergleich der Corporate Governance-Strukturen von kотиerten und nicht kотиerten Unternehmen sollte diese Unterschiede zu Tage führen. Diese Aspekte sind Gegenstand des ersten Artikels. Die empirischen Untersuchungen basieren auf einer breit abgestützten Umfrage, die im Herbst 2003 bei den Verwaltungsratspräsidentinnen und -präsidenten der grössten kотиerten und nicht kотиerten Schweizer Unternehmen durchgeführt wurde. Gesamthaft gingen 272 von 1'100 versandten Fragebögen ein, was einer Rücklaufquote von rund 25 Prozent entspricht. 86 dieser Unternehmen waren zum Zeitpunkt der Befragung an einer Börse kотиert, bei den verbleibenden 185 Unternehmen handelt es sich um nicht börsenkotierte Gesellschaften.

Die Resultate zeigen, dass Corporate Governance keineswegs ein Thema ist, das börsenkotierten Unternehmen vorbehalten ist. Vielmehr ist auch bei grossen nicht kотиerten Unternehmen eine Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle festzustellen. Ebenfalls kommt in diesen Unternehmen dem Schutz der Minderheitsaktionäre eine wichtige Rolle zu, werden im Durchschnitt doch rund 40 Prozent der Stimmrechte von Aktionären kontrolliert, die nicht im Verwaltungsrat Einsitz nehmen.

Entsprechend den Erwartungen zeigt sich, dass börsenkotierte Unternehmen tatsächlich mehr für ihre Corporate Governance tun. Einerseits sind sie transparenter als nicht kотиerte Gesellschaften. So stellen sie auf ihren Internetseiten mehr und bessere Informationen für die Investoren zur Verfügung und wählen Rechnungslegungsgrundsätze, die strenger sind als gesetzlich vorgeschrieben. Andererseits übertragen sie ihren Verwaltungsräten auch echte

Aufgaben. Dies gilt insbesondere bezüglich der Strategiedefinition und der Überwachung des Managements. Um diese Aufgaben erfüllen zu können, tagen ihre Gremien öfter und setzen häufiger Verwaltungsratsausschüsse ein. Die entsprechenden Anreize für die Mitglieder werden dadurch sichergestellt, dass häufiger eine variable Entlohnung gewählt wird.

Schliesslich ist auch festzustellen, dass börsenkotierte Unternehmen mit der Strukturierung der Verwaltungsräte die Gewaltentrennung im Unternehmen respektieren: Im Vergleich zu den Verwaltungsräten in nicht kotierten Unternehmen betreiben sie eine intensivere interne Überwachungstätigkeit und verfügen über einen grösseren Einfluss, wenn es um die Nomination neuer Mitglieder geht.

Diese Resultate dürfen allerdings nicht den Eindruck erwecken, dass die Verwaltungsräte von nicht kotierten Unternehmen keine echten Aufgaben wahrnehmen. Vielmehr ist festzustellen, dass auch diese Gremien bei der Definition und Implementierung der Strategie eine grosse Verantwortung übernehmen und mehrheitlich unabhängig besetzt sind.

Erstaunlicherweise scheint weder bei den kotierten noch bei den nicht kotierten Unternehmen der Schutz der Aktionärsinteressen im Vordergrund zu stehen, wenn sie Massnahmen zur Verbesserung ihrer Corporate Governance ergreifen. Solche Verbesserungen werden mehrheitlich durch den externen Druck ausgelöst, der den Unternehmen durch das Gesetz, die Corporate Governance Kodizes und die Medien auferlegt wird. Auch glauben die meisten der befragten Verwaltungsratspräsidenten, dass die Corporate Governance in ihrem Unternehmen noch weiter verbessert werden könne.

Schliesslich zeigen die Untersuchungen, dass börsenkotierte Unternehmen ihren Worten auch Taten folgen lassen. Sie erzielen eine signifikant bessere Performance und schütten häufiger Dividenden aus. Allerdings kommt die bessere Performance nicht deshalb zu Stande, weil der Kapitalmarkt die Unternehmen zu einer effizienten Produktion zwingt. Vielmehr scheinen Unternehmen eine Börsenkotierung anzustreben, wenn sie über bessere Zukunftsaussichten verfügen.

## Verwaltungsratsstrukturen, Zielsetzung und Unternehmensperformance

Obwohl weder theoretisch noch empirisch ein Konsens darüber besteht, was das Oberziel eines Unternehmens ist bzw. sein sollte (Joerg, Loderer, Roth und Waelchli (2007)), zielt ein Grossteil der Corporate Governance-Bemühungen zumindest auf Papier darauf ab, Strukturen und Prozesse zu fördern, welche die langfristigen Aktionärsinteressen als Entscheidungsgrundsatz in den Köpfen der Unternehmensleitung verankern. Unklar ist allerdings, ob das Einhalten anerkanntermassen guter Corporate Governance-Standards tatsächlich dazu führt, dass sich Unternehmen vermehrt zum Shareholder Value als Unternehmensziel bekennen. Diese Frage ist Grundlage des zweiten Artikels. Die empirischen Untersuchungen basieren auf demselben Datensatz wie der erste Artikel.

Die Evidenz ist gemischt. Von den fünf untersuchten Verwaltungsratsstrukturen scheint lediglich eine dazu zu führen, dass die Aktionärsinteressen verstärkt ins Zentrum rücken: Die Maximierung des Shareholder Value ist signifikant häufiger das Ziel des Unternehmens, wenn Verwaltungsräte variabel entschädigt werden. Bei den übrigen Dimensionen ist ein solcher Effekt nicht feststellbar. Insbesondere führen die Grösse und die Unabhängigkeit des Gremiums nicht zu mehr Sympathie für die Aktionäre. Demgegenüber ist festzustellen, dass ein Doppelmandat – insbesondere bei nicht börsenkotierten Unternehmen – zu einer Abweichung von den Aktionärsinteressen führt. Schliesslich zeigt sich, dass Unternehmen mit grossen Verwaltungsräten und gestaffelten Erneuerungswahlen vermehrt nach dem Erhalt der grösstmöglichen Unabhängigkeit streben. Diese Zusammenhänge sollten bei der Ausgestaltung der regulatorischen Rahmenbedingungen verstärkt berücksichtigt werden.

Das Ziel des Unternehmens stellt eine wichtige Dimension der Corporate Governance dar. Aktionärsfreundliche Verwaltungsräte überwachen den CEO signifikant stärker und ziehen eher die Konsequenzen, wenn Manager über einen schlechten Leistungsausweis verfügen. Diese Zusammenhänge können bei einer alternativen Zielausrichtung nicht festgestellt werden. Verwaltungsräte, die sich zum Shareholder Value bekennen, lassen den Worten auch Taten folgen und führen die Unternehmen zu einer überlegenen Performance. Ein Bekenntnis zum Stakeholder Value oder der Unabhängigkeit geht hingegen mit einer signifikant schlechteren Performance einher – zumindest wenn die Performance mit dem branchenadjustierten Umsatzwachstum gemessen wird.

Die Untersuchungen zeigen auch, dass Verwaltungsräte wertvolle Aufgaben erfüllen. So gelangen Unternehmen nach Entlassungen im Management rascher auf die

Wachstumsstrasse zurück, wenn der Verwaltungsrat seine interne Überwachungstätigkeit verstärkt wahrnimmt. Ebenfalls kann festgestellt werden, dass ein häufigeres Tagen des Gremiums die Performanceaussichten verbessert.

Insgesamt vertragen sich die Resultate dieser Studie nur schlecht mit dem oftmals vorherrschenden Bild, beim Verwaltungsrat handle es sich um einen «Club der teuren Nicker».

## Die Ursachen und Wirkungen von Wechseln im Verwaltungsrat und auf der Position des CEO

*Originaltitel: The Causes and Consequences of CEO, COB, and Board Turnover*

Der dritte Artikel untersucht schliesslich die Ursachen und Wirkungen von Wechseln auf der Position des CEO, des Verwaltungsratspräsidenten (COB) und im Verwaltungsrat im Allgemeinen.

Der Markt für Verwaltungsräte ist wenig transparent und relativ «illiquide». Intransparent, weil die Leistung des Verwaltungsrates – und besonders diejenige der einzelnen Mitglieder – nicht direkt beobachtet werden kann und weil nur bestimmte Parteien das Recht haben, neue Verwaltungsratsmitglieder zur Wahl vorzuschlagen. Illiquide ist der Markt, weil Wahlen typischerweise nur ein Mal pro Jahr stattfinden und die Mandate in der Schweiz meist gestaffelt für eine Amtsdauer von 3 Jahren erneuert werden. Es ist deshalb unklar, inwiefern die Aktionäre von ihrem Wahlrecht überhaupt Gebrauch machen können. Dieser Artikel untersucht, wie Veränderungen im Verwaltungsrat zustande kommen, welche Rolle der CEO dabei spielt und wie sich dies in den Verwaltungsstrukturen und der Unternehmensperformance niederschlägt.

Die Analysen basieren auf einem neu zusammengestellten Panel für insgesamt 239 Unternehmen, die zwischen 1995 und 2005 an der Schweizer Börse SWX Swiss Exchange kotiert waren. Auf der einen Seite beinhaltet der Datensatz jährliche Angaben zu den Verwaltungsstrukturen, dem Aktionariat und der finanziellen Lage der Stichprobeunternehmen (2'053 Firmenjahre). Hinzu kommen umfangreiche demographische Angaben zu den 2'650 Individuen, die gesamthaft 15'062 Verwaltungsjahre in den Stichprobeunternehmen verbracht haben. Diese Angaben umfassen Grössen wie das Alter, das Geschlecht, die Ausbildung, die Nationalität und der berufliche Werdegang sämtlicher Verwaltungsräte.

Die empirischen Untersuchungen gliedern sich in drei Teile. Als erstes wird untersucht, welche Faktoren zu Wechseln im Verwaltungsrat und auf der CEO-Position führen und wie diese Wechsel miteinander in Verbindung stehen. Der zweite Teil geht der Frage nach, ob sich Verwaltungsratsstrukturen wie die Grösse oder die Unabhängigkeit des Gremiums verändern, wenn das Unternehmen eine schlechte Performance aufweist oder den CEO entlässt. Als letztes wird schliesslich untersucht, ob solche Veränderungen einen Einfluss auf die Performance ausüben.

Während sich eine relativ breite Literatur mit CEO-Wechseln befasst, ist die Dynamik der Verwaltungsratszusammensetzung kaum erforscht. Insbesondere sind dem Verfasser keine Studien bekannt, die Wechsel auf der Position des COB gesondert untersuchen. Angesichts der bedeutenden Rolle, die der COB in der Corporate Governance spielt, scheint es wichtig, mehr über die Kräfte zu erfahren, die seine Position im Unternehmen stärken bzw. schwächen. Diese Lücke wird mit der vorliegenden Arbeit geschlossen.

Konsistent mit bisherigen Untersuchungen zeigen die Analysen, dass Wechsel insbesondere nach schlechter Unternehmensperformance erfolgen und auch durch das Alter der betroffenen Personen ausgelöst werden. Ebenfalls scheinen Verwaltungsräte ihr Mandat eher niederzulegen, wenn gleichzeitig auch der CEO zurücktritt. Aufgrund des letzteren Zusammenhangs ist unklar, ob eine direkte Beziehung zwischen der Performance und den Wechseln im Verwaltungsrat besteht, oder ob die Beziehung indirekt zustande kommt, weil der CEO wegen schlechter Leistung entlassen wird, worauf ihm nahe stehende Verwaltungsräte ihr Mandat ebenfalls niederlegen. Aufgrund fehlender Daten zu den Gründen der Wechsel im Verwaltungsrat konnte diese Frage in der Literatur bis anhin nicht untersucht werden.

Eine Analyse von Medienankündigungen zu COB-Wechseln trägt zur Schliessung dieser Lücke bei. Die Untersuchungen zeigen, dass COBs ihr Amt nicht freiwillig niederlegen, wenn der CEO entlassen wird. Die Zahlen zeigen aber auch, dass eine kausale Beziehung COB-Wechseln zu CEO-Wechseln verläuft: Legt ein COB sein Amt freiwillig nieder, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass auch der CEO sein Amt niederlegt, um stattdessen das Präsidium des Verwaltungsrats zu übernehmen.

Die Untersuchungen identifizieren eine Gruppe von Verwaltungsräten, die über besondere Eigenschaften als Überwacher und Berater des Managements verfügen: Externe Verwaltungsräte mit beruflicher Erfahrung in der unternehmensspezifischen Branche. Die Präsenz solcher Verwaltungsräte führt einerseits dazu, dass die Performance-Sensitivität von CEO-Wechseln ansteigt. Andererseits kann aber auch nachgewiesen werden, dass solche

Verwaltungsräte eher zugewählt werden, wenn die Unternehmensperformance schlecht ist. Schliesslich haben Unternehmen, die derartige Verwaltungsräte bestellen, auch grössere Chancen auf eine Verbesserung ihrer Performance. Dies ist die erste Arbeit, welche die Bedeutung von externen Verwaltungsräten mit Branchenerfahrung empirisch untersucht. Die Vermutung von Fama und Jensen (1983), wonach diese Gruppe von Verwaltungsräten über besonders gute Corporate Governance-Eigenschaften verfügt, kann bestätigt werden.

Hingegen scheint Diversität im Verwaltungsrat der Corporate Governance nicht sonderlich dienlich zu sein. Die Untersuchungen beziehen eine Reihe von relativ unerforschten Verwaltungsratsstrukturen wie Geschlecht, Nationalität und Ausbildung mit ein. Konsistent mit bisherigen Erkenntnissen aus der Literatur korrelieren diese Dimensionen weder mit der Wechselrate im Verwaltungsrat und auf der CEO-Position, noch beeinflussen sie die Unternehmensperformance. Insofern ist fraglich, welcher ökonomische Nutzen aus einer allfälligen gesetzlichen Festschreibung einer bestimmten Diversität erwartet werden kann.

Schliesslich berücksichtigt die Studie auch eine Reihe von möglichen Abwehrmechanismen gegen unerwünschte Übernahmen. Die Untersuchungen zeigen, dass Unternehmen mit mehreren Aktienkategorien über tiefere Wechselraten im Verwaltungsrat und auf der CEO-Position verfügen, während gestaffelte Erneuerungswahlen den COB schützen. Demgegenüber scheinen Mitglieder der Gründerfamilie den CEO verstärkt zu überwachen und bei schlechter Performance auch eher zu entlassen. Keiner der untersuchten Abwehrmechanismen übt allerdings einen Einfluss auf allfällige Veränderungen im Verwaltungsrat nach schlechter Performance aus. Genau so wenig scheint deren Präsenz die Unternehmensperformance zu beeinträchtigen.

## Fazit

Die vorliegende Arbeit leistet in verschiedenen Bereichen einen Beitrag zur Literatur. Sie stösst in weitgehend unerforschte Gebiete vor und liefert Befunde zu einem Finanzmarkt, der in der Forschung bis anhin relativ wenig Aufmerksamkeit auf sich gezogen hat. Insbesondere helfen die Erkenntnisse, die Corporate Governance in Familienunternehmen und in nicht börsenkotierten Unternehmen besser zu verstehen. Obwohl gerade nicht börsenkotierten Unternehmen eine zentrale wirtschaftliche Bedeutung zukommt, sind sie auf der akademischen Landkarte noch kaum vermerkt. Die Arbeit trägt zur Schliessung dieser Lücke bei.

Die Untersuchungen präsentieren auch erstmals empirische Evidenz für die Vermutung von Fama und Jensen (1983), wonach externe Verwaltungsräte, die über Berufserfahrung in der spezifischen Branche verfügen, besondere Qualitäten zur Eindämmung von Agency-Konflikten besitzen. Diese Eigenschaften können für unabhängige Verwaltungsräte nicht nachgewiesen werden. Auch Diversität im obersten Gremium (z.B. bezüglich Geschlecht oder Ausbildung) scheint für die Aktionäre keinen zusätzlichen Nutzen zu stiften.

Schliesslich wird im Rahmen der Arbeit erstmals empirisch untersucht, was die Ursachen und Konsequenzen von Wechselln auf der Position des Verwaltungsratspräsidenten (COB) sind. Ein besseres Verständnis der Dynamik dieser Position ist wichtig, nimmt der COB in der Corporate Governance doch eine der zentralsten Stellungen ein.

Für weiterführende Informationen zum Thema steht Ihnen der Autor gerne zur Verfügung:

Urs Wälchli  
Institut für Finanzmanagement  
Engenhaldenstrasse 4  
CH-3012 Bern  
Tel: +41 (0)31 631 3775  
Email: [urs.waelchli@ifm.unibe.ch](mailto:urs.waelchli@ifm.unibe.ch)