



## Prof. Rajna Gibson Brandon

Swiss Finance Institute Professorin für Finance an der Universität Genf und Stellvertretende Direktorin des Geneva Finance Research Institute. Zu ihren Forschungsgebieten gehören Asset Pricing, Risikomanagement, Experimental Finance und Corporate Governance.



## Prof. Alexander F. Wagner

Swiss Finance Institute Professor für Finance an der Universität Zürich, unabhängiger Berater für PwC und Stiftungsratspräsident von SWIPRA. Zu seinen Forschungsgebieten gehören Executive Compensation, Corporate Governance und Verhaltensökonomie.

# Honorieren Anleger die Ehrlichkeit von Managern?

Vom Enron-Skandal über die Subprime-Krise bis hin zum Bernie Madoff-Betrug. Unternehmensbetrug und Fehlverhalten von Managern haben in den letzten Jahrzehnten die Börsen und das Anlegervertrauen erschüttert. Zahlreiche Initiativen wurden lanciert, um solche Verhaltensweisen zu unterbinden. Aber ist weitere Regulierung wirklich der richtige Ansatz? Oder honorieren die Anleger ehrliche Unternehmenskulturen ohnehin, indem sie Anlageentscheidungen aufgrund der wahrgenommenen Ehrlichkeit des Managements treffen?

Swiss Finance Institute-Professoren Rajna Gibson Brandon von der Universität Genf und Alexander F. Wagner von der Universität Zürich, Dr. Matthias Sohn von der Zeppelin Universität und Professorin Carmen Tanner von der Universität Zürich nutzen ökonomische Experimente, um zu ermitteln, welche Rolle die wahrgenommene Ehrlichkeit des Managements bei Anlageentscheidungen spielt. Ihr Forschungspapier legt dar, dass sich Anleger eine Meinung über die Ehrlichkeit der CEOs bilden, indem sie berücksichtigen, ob CEOs rechtlich zulässige buchhalterische Möglichkeiten («Earnings Management») verwenden, um die bekanntgegebenen Unternehmensgewinne in die Höhe zu treiben und so einen höheren Bonus zu erhalten.

## Spielt die wahrgenommene Ehrlichkeit des Managements eine Rolle für Anlageentscheidungen?

Insgesamt entschieden sich 60 Prozent der Teilnehmenden am Experiment, in Unternehmen mit CEOs zu investieren, welche auf «Earnings Management» und somit auf die Chance für einen deutlich höheren Bonus verzichteten. Die Teilnehmenden bevorzugten CEOs, die sie als ehrlicher einschätzten, auch wenn dies niedrigere versprochene Renditen zur Folge hatte. Und je grösser die Investoren-Wahrnehmung, dass ein CEO Ehrlichkeit als geschützten Wert an sich betrachtet, desto weniger waren die Anleger für höhere zukünftige Gewinne empfänglich, die von einem als weniger ehrlich wahrgenommenen CEO versprochen wurden.

## Bedeutet die Ehrlichkeit von Managern allen Anlegern gleich viel?

Anleger lassen sich in zwei Gruppen einteilen: eher am Eigennutz

interessierte oder eher sozial eingestellte Anleger. Die Ergebnisse zeigen, dass beiden Typen von Anlegern die Ehrlichkeit des Managements wichtig ist, aber aus unterschiedlichen Motivationen. Eher eigennützig orientierte Anleger halten die Ankündigung zukünftiger Renditen für glaubwürdiger, wenn solche Aussagen von CEOs kommen, die als ehrlicher wahrgenommen werden. Von solchen CEOs erwarten diese Anleger verlässlichere Aussagen bezüglich zukünftiger Gewinne. Die Anleger befürchten also weniger, getäuscht zu werden.

Eher sozial eingestellte Anleger gründen ihre Anlageentscheidungen direkt auf Moralvorstellungen und sind für Renditeversprechen im Grossen und Ganzen wenig empfänglich. Sie scheinen als besonders ehrlich wahrgenommene Manager schon deshalb zu bevorzugen, weil sie selbst Ehrlichkeit schätzen, und sie sind bereit, niedrigere Renditen in Kauf zu nehmen, wenn sie dafür in ein Unternehmen mit einem CEO investieren können, welcher eine ähnliche Einstellung hat.

## Was bedeutet dies für den Finanzsektor?

Anleger scheinen bereit, Unternehmen den Rücken zu kehren, die ihrer Meinung nach von unehrlichen Managern geführt werden. Banken sollten die Bedeutung und die Rolle, welche die Ehrlichkeit der Manager spielt, bei der Auswahl der Finanzanlagen und der Zusammenstellung geeigneter Portfolios für ihre Kunden berücksichtigen. Die Unternehmen wiederum sollten sich vor Augen führen, dass sich die wahrgenommene Ehrlichkeit der Manager auf den Unternehmenswert auswirken kann. Insbesondere lassen die Ergebnisse vermuten, dass Unternehmen, deren CEOs als ehrlicher wahrgenommen werden, einen besseren Kapitalmarktzugang und somit niedrigere Kapitalkosten geniessen. Die Studie zeigt, dass es Sinn macht, bei der Rekrutierung von Topmanagern der Integrität eine zentrale Rolle einzuräumen. Natürlich müssen Anleger die entsprechenden Informationen haben, um sich ein Bild bezüglich der Ehrlichkeit von Managern machen zu können. Dies ist ein Bereich, wo Politik und Regulatoren Verantwortung übernehmen müssen, um eine entsprechende Offenlegung sicherzustellen.





## Christine Schmid

Christine Schmid ist Head Investment Solutions bei der Swiss Universal Bank von Credit Suisse. Sie leitet das Private Placement Committee für die Schweiz und ist Mitglied im Private Equity Business Board von Credit Suisse. An der Universität Zürich hat Christine Schmid den Master in Wirtschaftswissenschaften erworben, zudem ist sie CFA Charterholder.

## Die zunehmende Bedeutung von ESG-Kriterien bei Anlageentscheidungen

Die Analyse der Corporate Governance eines Unternehmens ist ein effektiver Ansatz für Anleger, um die Qualität eines Unternehmens und insbesondere die Frage, ob dessen langfristiger geschäftlicher Ansatz mit den eigenen Interessen in Einklang steht, zu beurteilen.

### Über Vergütungssysteme hinaus blicken

Variable Vergütungen von börsenkotierten Unternehmen unterliegen immer mehr Regulierungen. Ziel ist es, die Anreize für das Management mit den Interessen der Anleger zu vereinen. Für die Manager grosser börsenkotierter Unternehmen wird das Risikomanagement deshalb immer wichtiger. Das Augenmerk richtet sich nicht mehr nur auf Vergütungs- oder Gehaltssysteme, sondern immer stärker auch auf geschäftliche/operative, juristische und reputative Risiken. Wie aber berücksichtigen Anleger diese Faktoren bei ihren Entscheidungen im Kontext eines systematischen Anlageansatzes? Am besten mithilfe von Corporate-Governance-Kriterien.

### Nutzung von ESG-Daten zur Ermittlung geeigneter Unternehmen

Wenn Anleger die Qualität eines Unternehmens und insbesondere die Frage, ob dessen langfristiger geschäftlicher Ansatz mit den eigenen Interessen in Einklang steht, beurteilen wollen, bietet sich eine Analyse der Corporate Governance des Unternehmens an. In dieser Hinsicht sind ESG-Kriterien («environmental, social und governance») hilfreich. Gemäss einer CFA Institute Studie (CFA Institute, Oktober 2015) richten sich 64 Prozent der professionellen Anleger nach Corporate-Governance-Kriterien wie Verantwortung und Vergütung des Managements. Eine der von Anlegern am häufigsten verwendeten Datenquellen sind die MSCI ESG-Kriterien.

### Corporate-Governance-Kriterien gewährleisten einen sektorbezogenen Ansatz für Anleger

Die steigende Bedeutung von Corporate Governance bewegte das Credit Suisse Research Institute 2016 dazu, eine ausführliche Studie durchzuführen. Darin wird detailliert analysiert, wie Anleger bei der Suche nach Performance auf Corporate-Governance-Daten zurückgreifen können (CSRI, How corporate governance matters, 2016; <http://bit.ly/2hCCuvH>). Die Studie zeigt unter anderem, dass

eine Anlagestrategie eine höhere Wertentwicklung aufweisen kann, wenn sie sich auf gut geführte Unternehmen in Sektoren, in denen Governance von besonderer Bedeutung ist, konzentriert.

Anleger können beispielsweise in Long-Short-Portfolios investieren. Anleger nehmen dabei anhand der Governance-Gewichtung in den einzelnen Sektoren bei den höchsten 10 Prozent der Unternehmen einen Long-Ansatz ein und bei den untersten 10 Prozent einen Short-Ansatz. Bei der Anwendung einer solchen Strategie auf historische MSCI ESG-Kriterien, können die Branchen Finanzsektor und Telekommunikation eine höhere Wertentwicklung aufweisen. Zudem kann über alle Branchen hinweg eine positive Korrelation zwischen Wertentwicklung und der Wichtigkeit von Governance verzeichnet werden. Je höher die Governance bei den ESG-Kriterien gewichtet wird, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Long-Short-Strategie in dieser Branche zu einer positiven Entwicklung führen wird.

Auch wenn es nicht möglich scheint, überdurchschnittlich erfolgreiche Anlagestrategien rein anhand der Governance-Kennzahlen im Gesamtmarkt zu entwickeln, so weisen Governance-basierte Strategien doch das Potenzial für eine höhere Wertentwicklung auf. Anleger sollten sich auf gut geführte Unternehmen in Sektoren konzentrieren, in denen Governance früher eher als unwichtig galt, nun aber verstärkt im Fokus steht. Dies kann durch regulatorische Änderungen oder andere Situationen ausgelöst werden. Eine veränderte Governance-Wahrnehmung kann auch eine Frühwarnung darstellen, wie dies 2015 bei Volkswagen der Fall war. Solche Fälle zeigen, welche Vorteile es bringen kann und wie sehr es erforderlich ist, dass Anleger bei ihren Anlagestrategien Corporate-Governance-Aspekte berücksichtigen.

