Wie setzen sich Boards erfolgreicher Unternehmen zusammen?

Eine Untersuchung von Börsengängen in der DACH-Region

*Von Marc Sager und Alex Soppera, Uni St. Gallen**

Die Dynamik des IPO-Umfelds wurde in den letzten Jahren sehr von regulatorischen Initiativen sowie einem Stimmungswandel bei Investoren geprägt[1]. Nichtsdestotrotz ist die Zusammensetzung des Boards[2] eine der wesentlichen nicht finanzbezogenen Informationen, auf die Investoren ein besonderes Augenmerk legen[3]. Im Nachgang der Finanzkrise (2008/09) geriet die Rolle und die Zusammensetzung des Boards sowie das Anforderungsprofil, die Directors[4] erfüllen müssen, vermehrt in den Fokus von Regulatoren und Investoren. Beispielhaft wurde das Board von Twitter im Vorfeld des Börsengangs (November 2013) von gewissen Kommentatoren als „male, pale and stale“ abgestraft[5].

Folglich werden Charakteristika von 166 Directors analysiert, die zum Zeitpunkt des Börsengangs in den jeweiligen Gremien vertreten waren. Untersucht werden die Boards von 35 Firmen, die zwischen 2008 und 2012 in der DACH-Region[6] erfolgreich ein IPO abgewickelt haben. Es wird gezeigt, wie sich die Boards betreffend Größe, Bildung von Ausschüssen, Alter, Amtsdauer, Ausbildung und Geschlecht zusammensetzen. Das Ziel dieser Studie ist es zu testen, ob zwischen einzelnen Merkmalen von Boards/Directors und dem Unternehmenserfolg im Nachgang des Börsengangs Zusammenhänge bestehen.

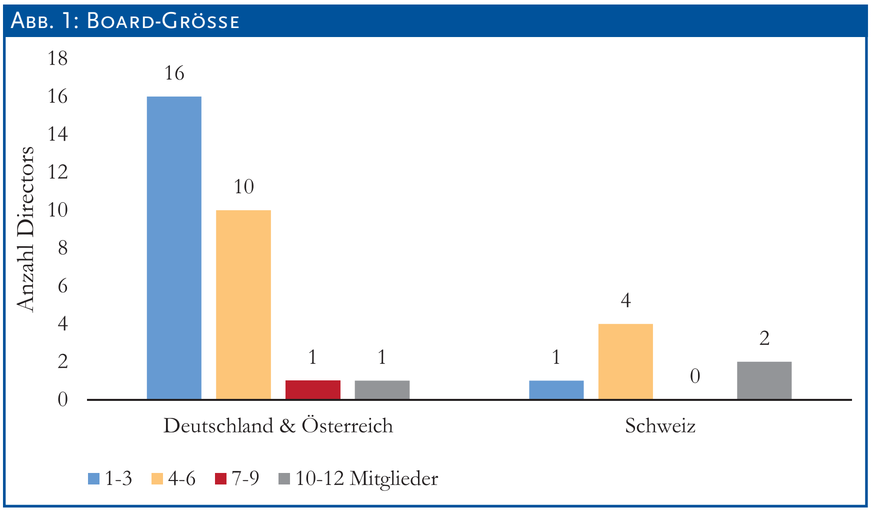
Marc Sager

Alex Soppera

Stichprobe

Die 35 Firmen in der Stichprobe setzen sich wie folgt zusammen: Deutschland 27, Schweiz 7 und Österreich 1. Reine Notierungsaufnahmen (Listings), IPOs ausländischer Unternehmen[7] sowie IPOs von Unternehmen, die der Finanzbranche angehören oder in der Vergangenheit bereits börsennotiert waren, werden aufgrund ihrer Besonderheiten von der Analyse ausgeschlossen. Die Marktkapitalisierung am Tag des Börsengangs bewegte sich zwischen 7 und 2.600 Mio. EUR. Die durchschnittliche Bilanzsumme im Jahr vor dem

Abb. 1: Board-Grösse



Quelle: Sager & Soppera, 2013

---

*) Die Autoren sind Doktoranden und wissenschaftliche Mitarbeiter am Lehrstuhl für Audit und Accounting, Universität St.Gallen

1) Henry & Gregoriou, 2013

2) Die Bezeichnung Board umfasst nachstehend die Begriffe Aufsichts- (Deutschland und Österreich) und Verwaltungsrat (Schweiz).

3) Certo, 2003

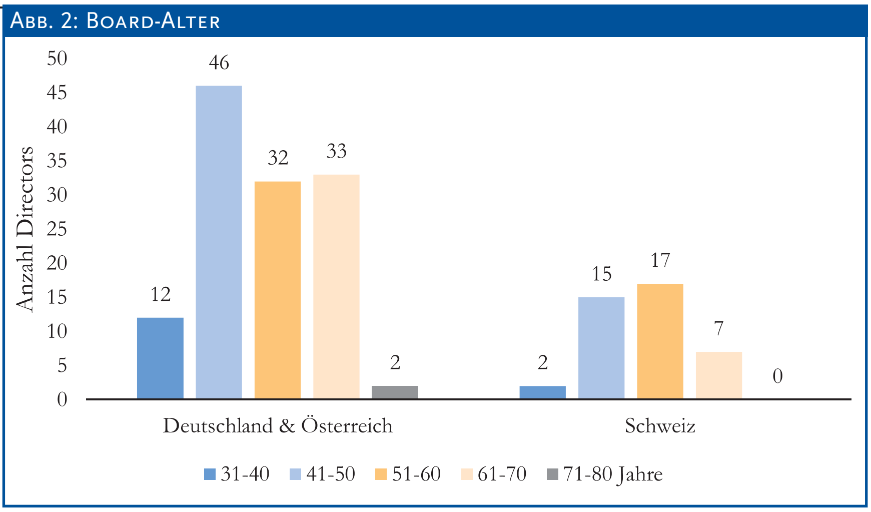
4) Die Bezeichnung Director umfasst nachstehend Mitglieder des Aufsichts- und Verwaltungsrats.

5) www.calvert.com/newsarticle.html?article=20729

6) Die DACH-Region umfasst Deutschland, Österreich und die Schweiz.

7) Unter anderem wurden sämtliche Börsengänge von mehrheitlich chinesischen Holding-Gesellschaften, die für die Geschäftstätigkeit in ausländischen Märkten auf dem deutschen Kapitalmarkt Mittel beschaffen, von der Analyse ausgeschlossen.

Abb. 2: Board-Alter



Quelle: Sager & Soppera, 2013

IPO belief sich auf rund 850 Mio. EUR (Median: 95 Mio. EUR)[8]. Das Alter der Firmen beim Börsengang betrug durchschnittlich 22 Jahre (Median: 7 Jahre) und deckt sich mit Erkenntnissen anderer Studien[9].

Ergebnisse und Schlussfolgerungen

Gemäß der Stichprobe setzen sich Boards im Durchschnitt aus rund fünf Mitgliedern zusammen. Bei einer beträchtlichen Anzahl von Unternehmen (17) besteht das Board jedoch aus „nur“ drei Mitgliedern, um die gesetzlichen Mindestanforderungen in Deutschland und Österreich zu erfüllen (siehe Abbildung)[10]. Daher ist es wenig überraschend, dass solche Unternehmen bspw. (noch) keine Ausschüsse gebildet haben. In der Tat war bei nur 13 Unternehmen der Stichprobe ein Prüfungsausschuss und bei 12 ein Nominierungs- und Entschädigungsausschuss zum Zeitpunkt des Börsengangs etabliert.

Das Durchschnittsalter der Directors liegt bei 53 Jahren (von 33 bis 76 Jahren). Die durchschnittliche Amtszeit beträgt zwei Jahre, allerdings ist es bemerkenswert, dass 72 von 166 Directors erst im Jahr vor dem IPO ernannt wurden. Dies lässt darauf schließen, dass Unternehmen versuchen, im Vorfeld eines Börsengangs ihre Boards „optimaler“ zu strukturieren.

---

8) Die Heterogenität der Stichprobe wurde durch den Einbezug geeigneter Kontrollvariabeln in der Analyse berücksichtigt.
9) Siehe bspw. Loughran & Ritter, 2004
10) Das Schweizerische Obligationenrecht schreibt für die Aktiengesellschaft eine Mindestgröße von einem Mitglied im Verwaltungsrat vor (Art. 707 OR).

Anzeige

Matthias von Oppen
Reinhard Eyring
Ray Fisher
Martina Rothe
Dr. Gerrit Clasen
Joanna Wilczynska-Gluch

Equity Capital Markets Frankfurt

Unser Team für Ihre Transaktion

Ashurst berät sowohl Konsortialbanken als auch Emittenten aller Branchen bei

- Börsengängen
- Bezugsrechtsemissionen
- Privatplatzierungen (inkl. Rule 144A)
- Convertibles/Exchangeables
- Öffentlichen Übernahmen
- Compliance

Kontakt:

Ashurst LLP
Matthias von Oppen, Partner
OpernTurm, Bockenheimer Landstraße 2-4
60306 Frankfurt am Main
T. +49 (0)69 97 11 26
E: matthias.vonoppen@ashurst.com

IMAGE: © TISHMAN SPEYER

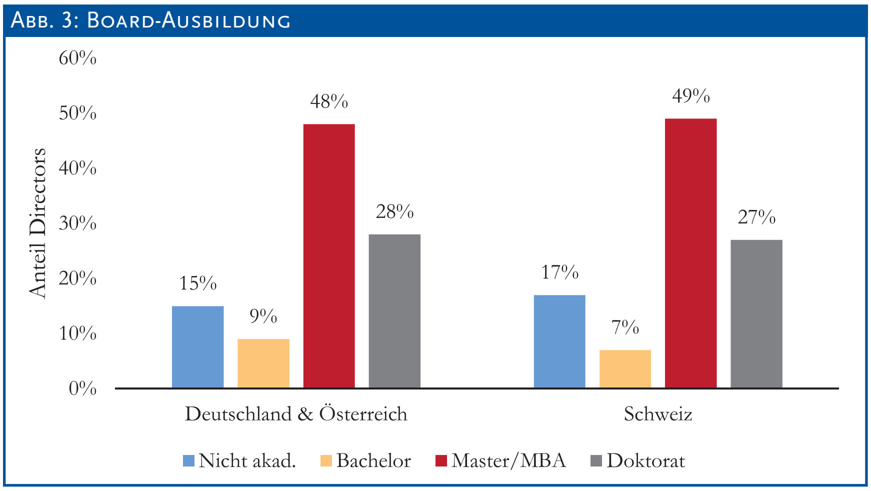
“Ashurst LLP’s highly rated and ‘very swift’ team has ‘an excellent understanding of commercial aspects’ of transactions.”
Legal 500 EMEA 2013

AUSTRALIA BELGIUM CHINA FRANCE GERMANY HONG KONG SAR INDONESIA (ASSOCIATED OFFICE)
ITALY JAPAN PAPUA NEW GUINEA SAUDI ARABIA SINGAPORE SPAIN SWEDEN
UNITED ARAB EMIRATES UNITED KINGDOM UNITED STATES OF AMERICA

www.ashurst.com

ashurst

Abb. 3: Board-Ausbildung

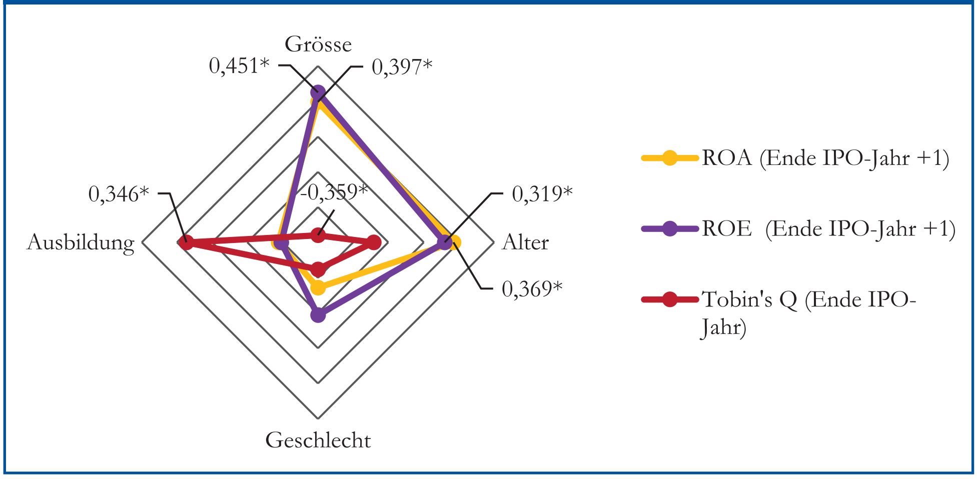


Quelle: Sager & Soppera, 2013

Die Analyse zeigt, dass rund 84% der Directors über einen akademischen Grad (Bachelor, Master/MBA oder Doktorat) verfügen. Rund 16% absolvierten keine universitäre Ausbildung. Dies ist vorwiegend damit zu erklären, dass sowohl in Deutschland als auch in Österreich die Mitbestimmung von Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat gesetzlich vorgeschrieben ist. In der Schweiz spielt gewiss die Institution der Berufslehre und die damit einhergehende (unter OECD-Ländern) tiefere Eintrittsquote in universitäre Bildungsprogramme eine wichtige Rolle[11]. Der Frauenanteil in den Boards beläuft sich in Deutschland und Österreich (kumuliert) auf 12% und in der Schweiz auf nur gerade 5%.

Frauenanteil bedeutungslos

Abb. 4: Korrelation von Board und Erfolgsgrössen



*) Pearson-oder Spearman-Korrelation mit p-Wert von 0,1 oder besser
Quelle: Sager & Soppera, 2013

Die Analyse zeigt weiter, dass marktbasierte Erfolgsgrößen (Tobin’s Q[12]) zeitnah signifikante Korrelationen[13] mit der Zusammensetzung des Boards aufweisen. Hier wird die Ausbildung der Board-Mitglieder vorwiegend als Signal für Kompetenz gewertet, was sich positiv auf die Investoreneinschätzung auswirkt. Die Größe des Gremiums weist jedoch einen negativen Zusammenhang mit Tobin’s Q auf. Es scheint, dass Investoren die Gefahr von Ineffizienz aufgrund eines überhöhten Koordinationsaufwands innerhalb größerer Boards „bestrafen“. Weiter zeigt die Untersuchung, dass Zusammenhänge zwischen der Board-Struktur zum Zeitpunkt des IPOs und rechnungslegungsbasierten Erfolgsgrößen (Return on Assets und Return on Equity[14]) mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung auftreten. Gegenüber Tobin’s Q weist die Größe des Boards hier einen positiven Zusammenhang mit dem Unternehmenserfolg auf. Dies deutet auf den positiven Effekt von Ressourcen (z.B. Netzwerke und Know-how), die zusätzliche Directors in das Gremium einbringen. Charakteristika wie das Durchschnittsalter, die Amtsdauer sowie die Bildung von Ausschüssen sind positiv mit der Gesamtkapital- sowie der Eigenkapitalrendite korreliert. Hingegen ist der Frauenanteil im Board zu keinem Zeitpunkt mit einer der Erfolgsgrößen signifikant korreliert.

Fazit

Gemäß der Stichprobe lassen sich abschließend folgende Schlüsse ziehen: Das „Durchschnittsmitglied“ im Board ist gut ausgebildet, männlich und über 52 Jahre alt. Wie es scheint, sollten Board-Mitglieder aus Investorensicht möglichst gut ausgebildet und nicht zu zahlreich sein. Demgegenüber deuten größere Boards sowie Gremien mit höherem Durchschnittsalter auf mehr rechnungslegungsbasierten Unternehmenserfolg hin. Der Frauenanteil scheint bei vorliegender Stichprobe für den Unternehmenserfolg unerheblich zu sein.

---

[11] www.oecd.org/edu/Switzerland_EAG2013%20Country%20Note.pdf
[12] per Ende der IPO-Periode
[13] Pearson- und Spearman-Korrelationen mit einem p-Wert von 0,1 oder besser
[14] per Ende der ersten vollständigen Geschäftsperiode nach dem IPO