

Institute of Insurance Economics



University of St.Gallen

DEUTSCHER AUFSICHTSRAT VERSUS SCHWEIZER VERWALTUNGSRAT – SYSTEMATISCHER ABGLEICH UND EVALUATION DER ZENTRALEN KONTROLL- UND LEITUNGSGREMIEN IM DEUTSCHSPRACHIGEN VERSICHERUNGSBEREICH

MARTIN ELING
DAVID PANKOKE

WORKING PAPERS ON RISK MANAGEMENT AND INSURANCE NO. 136

**EDITED BY HATO SCHMEISER
CHAIR FOR RISK MANAGEMENT AND
INSURANCE**

JUNE 2013



Deutscher Aufsichtsrat versus Schweizer Verwaltungsrat – Systematischer Abgleich und Evaluation der zentralen Kontroll- und Leitungsgremien im deutschsprachigen Versicherungsbereich

Martin Eling • David Pankoke*

Zusammenfassung Wir vergleichen die Ausgestaltung des deutschen Aufsichtsrats und des schweizerischen Verwaltungsrats und die besonderen Regelungen für Versicherer in diesen beiden Ländern. Die Regulierung beider Gremien ist ähnlich, wobei das Mandat des Verwaltungsrats grundsätzlich umfangreicher ist als das des Aufsichtsrats. Schweizer Richtlinien haben meist einen weniger bindenden Charakter als die deutschen und lassen dem Versicherungsunternehmen mehr Freiraum. Wir nehmen eine Evaluation der Regulierung anhand wissenschaftlicher Studien vor und schlussfolgern, dass die Schweizer Regulierung passgenauer und effektiver erscheint.

Abstract We compare the supervisory boards of Swiss and German companies and the special rules for the insurers in these two countries. While the regulation is comparable, the mandate of Swiss boards is more extensive. The Swiss regulatory guidelines, however, usually have a less binding character than the German ones and let the insurance companies act more freely. We evaluate the regulation of the board regulation using results from academic studies and conclude that the Swiss regulation seems to fit better and to be more effective.

* M. Eling • D. Pankoke
Universität St. Gallen, Institut für Versicherungswirtschaft, Kirchlistrasse 2, 9010 St. Gallen, Schweiz
E-mail: martin.eling@unisg.ch

1. Motivation

Ziel dieses Beitrags ist ein systematischer Abgleich der beiden zentralen Kontroll- und Leitungsgremien im deutschsprachigen Versicherungsbereich: Der deutsche Aufsichtsrat versus den schweizerischen Verwaltungsrat. Wir interessieren uns dabei sowohl für die allgemeinen gesetzlichen Anforderungen an diese Institutionen als auch für die versicherungsspezifischen Besonderheiten der Corporate Governance in Deutschland und der Schweiz. Neben dem Vergleich nehmen wir eine Evaluation der Regulierung anhand wissenschaftlicher Studien vor, um die Effektivität der gesetzgeberischen Vorgaben zu analysieren.¹ Wir zeigen auch aktuelle Entwicklungen auf und leiten Implikationen für die Entwicklung der Corporate Governance im deutschsprachigen Versicherungsraum ab.

Neuregelungen für Aufsichts- bzw. Verwaltungsräte sind derzeit in der Assekuranz von hoher Relevanz, denn zur Stärkung der Corporate Governance wurden in den vergangenen Jahren die Anforderungen an Organe der Versicherer deutlich erhöht. So haben immer mehr europäische Länder eine „Fit-and-Proper“ Anforderung auch für Mitglieder von Aufsichtsräten / Verwaltungsräten etabliert. Das heißt der Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat muss neben allgemeinem Fachwissen das nötige strategische Versicherungswissen aufweisen, damit er seinen Aufgaben zur Beaufsichtigung und Oberleitung nachkommen kann.² Die Rolle des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrats wird derzeit im deutschsprachigen Raum auch unter dem Stichwort „Abzockerei“ kontrovers diskutiert. Hintergrund ist die Eidgenössische Volksinitiative „gegen die Abzockerei“, welche Rechte vom Verwaltungsrat hin zu den Aktionären verlagert.³ Entsprechende Überlegungen werden jetzt auch für Deutschland und den gesamten EU-Raum diskutiert.

Auch die zunehmende Relevanz der neuen EU-weiten Gesellschaftsform Societas Europaea (SE) kann zur Motivation der hier betrachteten Problemstellung herangezogen werden. Vor dem Hintergrund der europäischen Integration und der zunehmenden Integration des monistischen und

¹ Bei der Beurteilung von Corporate Governance Richtlinien beschäftigen wir uns ausschließlich mit der Frage nach der Effektivität einzelner Regelungen, also der Wirksamkeit der Richtlinien auf verschiedene Unternehmensmerkmale. Effizienzgesichtspunkte, also die Frage nach der Wirksamkeit unter Berücksichtigung des Aufwands und der Kosten diskutieren wir nicht.

² Vgl. etwa Art. 12 Abs. 1 der schweizerischen Aufsichtsverordnung (AVO) oder Art. 7 Abs. 4 des deutschen Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG).

³ Zentrale Inhalte der Initiative sind ein Verbot von Abgangsentschädigungen und Vorauszahlungen für Verwaltungsräte börsenkotierter Unternehmen sowie eine jährliche Abstimmung zur Wahl aller Verwaltungsratsmitglieder und deren Vergütung. Die Initiative wurde am 3. März 2013 mit einem Ja-Stimmenanteil von 67,9 % angenommen.

dualistischen Modells der Unternehmensleitung im kontinentaleuropäischen Bereich erscheint ein Abgleich der Institutionen Verwaltungsrat und Aufsichtsrat relevant.⁴ Das monistische System mit einem gemeinsamen Board aus Executive und Non-Executive Direktoren ist insbesondere in den USA, UK und der Schweiz verbreitet. Das dualistische System mit einem separaten Aufsichtsrat und Vorstand ist dagegen das typische Leitungsmodell in vielen kontinentaleuropäischen Ländern sowie in Japan.

Neben der reinen Gegenüberstellung von Aufsichts- und Verwaltungsrat liefert dieser Beitrag einen systematischen Vergleich von Gemeinsamkeiten und Unterschieden der beiden Gremien und nimmt eine Evaluation der Effektivität der Regelungen vor. Ferner nehmen wir Verweise auf aktuelle wissenschaftliche Arbeiten zur Corporate Governance in der Assekuranz vor und betten somit die Ausarbeitung in die entsprechende wissenschaftliche Diskussion ein.

Unsere Ergebnisse zeigen Parallelen und Unterschiede zwischen dem monistisch geprägten Schweizer System und dem dualistisch geprägten deutschen System auf. So sind die Aufgaben des Schweizer Verwaltungsrats deutlich umfangreicher als die des deutschen Aufsichtsrats. Der Verwaltungsrat ist ein Leitungs- und Überwachungsorgan, während der Aufsichtsrat im Allgemeinen ein reines Überwachungsorgan ist. Der Schweizer Verwaltungsrat ist demnach eine Institution, welche Elemente des deutschen Vorstands und Aufsichtsrats miteinander vereint. Vor dem Hintergrund der aktuellen politischen Debatte ist in den kommenden Jahren mit einer weiteren Ausweitung der Regulierung in diesem Bereich zu rechnen, in der Versicherungsbranche und darüber hinaus.

Dieser Beitrag ist wie folgt strukturiert: In Abschnitt 2 stellen wir zunächst die relevanten gesetzlichen Grundlagen in Deutschland und der Schweiz gegenüber. In Abschnitt 3 werden dann die allgemeinen Anforderungen an Verwaltungsräte und Aufsichtsräte in drei Blöcken abgehandelt (Organisation; Aufgaben, Haftung und Prüfung; Qualifikation und Entlohnung). Abschnitt 4 widmet sich dann den versicherungsspezifischen Anforderungen im Bereich der Corporate Governance. Es folgt ein Abschnitt zur Ableitung von Gemeinsamkeiten und Unterschieden sowie die Einbettung der Analyse in die wissenschaftliche Diskussion, mit dem Ziel die Effektivität der entsprechenden Regeln zu bewerten. Die Arbeit schließt mit einer Diskussion aktueller Entwicklungen und Implikationen in Abschnitt 6.

⁴ Für die SE kann grundsätzlich sowohl das dualistische als auch das monistische Modell gewählt werden, so dass dies auch für deutsche Gesellschaften grundsätzlich in Frage kommt. Die Allianz SE und die ARAG SE haben sich zum Beispiel für ein dualistisches Modell entschieden.

2. Gegenüberstellung der wesentlichen Grundlagen

Corporate Governance bezeichnet den Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung von Unternehmen (Vgl. Berliner Initiativkreis 2002) und ist seit vielen Jahren ein zentraler Begriff der Unternehmensführung. Wesentliche Entwicklungsschritte der Corporate Governance in Deutschland und der Schweiz sind das deutsche KONTRAG (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, 1998), der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) sowie der Swiss Code of Best Practice (SCBP) (jeweils eingeführt im Jahr 2002). Hinzu kommen als eine versicherungsspezifische Entwicklung spezielle Anforderungen an die Eignung und Fähigkeiten der Geschäftsleitung und des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrats (sogenannte „Fit-and-Proper“ Anforderungen), die in anderen Industrien in der Form nicht zu finden sind.

Zunächst erscheint es wichtig zwischen den grundsätzlich unterschiedlichen Ausprägungen des dualistischen, deutschen Systems und dem monistischen Schweizer Systems zu trennen. Das deutsche Governance System wird als dualistisch (two-tier) System bezeichnet, d.h. es erfolgt eine Trennung von Geschäftsführung (Vorstand) und Überwachung (Aufsichtsrat). In der Schweiz ist dagegen die Geschäftsführung nicht institutionell von der Überwachung getrennt. Man spricht hier vom sogenannten monistischen System. In der Schweizer Versicherungspraxis findet sich dabei aber im Allgemeinen ein Nebeneinander von Verwaltungsrat und Geschäftsführung (also eine Art Hybridform). Der Verwaltungsrat hat dabei deutlich größere Kompetenzen und Aufgaben als der deutsche Aufsichtsrat, da er neben der Kontrolle auch die Oberleitung innehat.

Tabelle 1 zeigt eine Übersicht über die relevanten gesetzlichen Grundlagen. Für Deutschland liegen die gesetzlichen Grundlagen der Corporate Governance im Aktiengesetz (AktG).⁵ Bedeutende gesetzliche Initiativen mit Bezug zur Corporate Governance waren das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG, 1998), das Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zur Transparenz und Publizität (TransPuG, 2002), das Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG, 2004) sowie das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz (VorstOG, 2005). Das Pendant zum deutschen Aktiengesetz bildet das Schweizerische

⁵ Wir fokussieren in diesem Beitrag die Situation insbesondere von Aktiengesellschaften, wobei gerade für größere Versicherungsvereine ähnliche Regelungen gelten. Empirisch wurde dabei anhand von US-Daten gezeigt, dass die Leitung der Versicherungsvereine sich strukturell von Aktiengesellschaften unterscheidet. So finden sich etwa in Kontrollgremien von Versicherungsvereinen mehr unabhängige Mitglieder (d.h. Personen, die nicht mit dem Unternehmen direkt verbunden sind) als bei Aktiengesellschaften. Dadurch mag der Mangel an externer Kontrolle (keine Aktionäre, Analysten etc.) gelindert werden (Vgl. dazu Mayers et al. 1997).

Obligationenrecht (OR). Unter dem Oberbegriff „Allgemeine Corporate Governance Regelungen“ ist insbesondere der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance (SCBP) zu nennen, der letztmals 2007 aktualisiert wurde. Zudem ist für börsenkotierte Gesellschaften die SIX Swiss Exchange Richtlinie Corporate Governance (RLCG), aus dem Jahr 2009 relevant, die aus dem Schweizer Börsengesetz abgeleitet ist. Seit der Annahme der oben genannten Volksinitiative lassen sich aber Corporate Governance Richtlinien auch direkt aus der Bundesverfassung (BV) ableiten.

Kriterium	Deutschland	Schweiz
Corporate Governance System	<ul style="list-style-type: none"> • Dualistisch (two-tier system) • Trennung von Geschäftsführung (Vorstand) und Überwachung (Aufsichtsrat) 	<ul style="list-style-type: none"> • Monistisch (one-tier system) • Geschäftsleitung ist nicht institutionell von der Überwachung getrennt, in der Praxis aber nebeneinander von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung (Hybridform)
Zentrale gesetzliche Grundlagen	<ul style="list-style-type: none"> • Aktiengesetz (AktG) 	<ul style="list-style-type: none"> • Bundesverfassung (BV) • Obligationenrecht (OR)
Allgemeine Corporate Governance Regelungen	<ul style="list-style-type: none"> • KontTraG, 1998 • TransPuG, 2002 • Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK), 2002 (Update 2009, 2010, 2012) • BilReG, 2004 • VorstOG, 2005 	<ul style="list-style-type: none"> • Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance (SCBP), 2002 (Update 2007) • SIX Swiss Exchange Richtlinie Corporate Governance (RLCG), 2009 (abgeleitet vom Schweizer Börsengesetz)
Versicherungsspezifische Regelungen	<ul style="list-style-type: none"> • Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) • Versicherungs-Vergütungsverordnung (VersVergV) • Versicherungsunternehmens-Rechnungslegungsverordnung (RechVersV) • Versicherungsberichterstattungs-Verordnung (BerVersV) 	<ul style="list-style-type: none"> • Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) • Aufsichtsverordnung (AVO) • FINMA Rundschreiben 2008/32 • FINMA Rundschreiben 2010/1

Tabelle 1: Gegenüberstellung der wesentlichen rechtlichen Grundlagen

Im Hinblick auf die versicherungsspezifischen Regelungen sind in Deutschland das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG), die Versicherungs-Vergütungsverordnung (VersVergV), die Verordnung für die Rechnungslegung der Versicherer (RechVersV) sowie die Versicherungsberichterstattungs-Verordnung (BerVersV) bedeutsam. Die entsprechenden Regelungen in der Schweiz nennen sich Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) und Aufsichtsverordnung (AVO). Zudem konkretisiert ein FINMA Rundschreiben 2008/32 Anforderungen an die Unternehmensleitung Schweizer Versicherer. Das FINMA Rundschreiben 2010/1 regelt Mindeststandards für Vergütungssysteme bei Finanzinstituten.

3. Allgemeine Anforderungen an Verwaltungsräte und Aufsichtsräte

Unter den allgemeinen Anforderungen verstehen wir Anforderungen, die für alle Unternehmen gelten und keinen speziellen Bezug zum Versicherungsbereich aufweisen. Diese Informationen sind insbesondere den Gesetzen und Richtlinien entnommen, die in Tabelle 1 unter dem Oberbegriff „Allgemeine Corporate Governance Regelungen“ genannt werden. Wir haben die aus unserer Sicht relevanten Aspekte dabei in drei Kategorien eingeteilt: Organisation (Tabelle 2), Befugnisse und Pflichten (Tabelle 3) sowie Qualifikation und Entlohnung (Tabelle 4).

3.1. Organisation

In Tabelle 2 diskutieren wir die Organisation von Aufsichts- und Verwaltungsrat. Die hier beschriebenen Regeln sind relevant für Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften. Wie oben bereits kurz ausgeführt sind viele der angesprochenen Aspekte auch für Genossenschaften und Versicherungsvereine relevant, wir führen aber die entsprechenden Regeln für diese Institutionen hier nicht detailliert aus.⁶

⁶ So finden sich für die Schweiz entsprechende Regelungen im Neunundzwanzigster Titel („Die Genossenschaft“) des Obligationenrechts. In Deutschland gibt es analog zum Aktiengesetz ein Genossenschaftsgesetz.

	Aufsichtsrat (AR)		Verwaltungsrat (VR)	
Anforderung	Beschreibung	Quelle	Beschreibung	Quelle
Relevant für die Rechtsformen	<ul style="list-style-type: none"> • Aktiengesellschaft • Kommanditgesellschaft auf Aktien 	§30 AktG; §278(3) AktG	<ul style="list-style-type: none"> • Aktiengesellschaft • Kommanditgesellschaft 	Art. 626 E OR; Art. 764(2) OR
Wahlperiode	<ul style="list-style-type: none"> • Bis zu 5 Jahre bzw. bis zu 5 Hauptversammlungen 	§102 AktG	<ul style="list-style-type: none"> • 1 Jahr (ab März 2014) • Höchstens 6 Jahre; in den Statuten der Gesellschaft festgelegt (bisher) 	Art. 95 Abs. 3 BV; Art. 710 OR
Wahl	<ul style="list-style-type: none"> • Aufsichtsrat wird von Hauptversammlung gewählt, eingeschränkt durch Arbeitnehmermitbestimmungsgesetze • Paritätische Besetzung • Mitglieder sollen einzeln gewählt werden 	§30(1), §96 §101 AktG; DCGK 5.4.3	<ul style="list-style-type: none"> • Verwaltungsrat wird von Generalversammlung gewählt 	Art. 698 OR
Sitzungen	<ul style="list-style-type: none"> • Jeder Aufsichtsrat hat das Recht eine Sitzung einzuberufen • Min. 2 Sitzungen pro Kalenderjahr 	§110(3) AktG	<ul style="list-style-type: none"> • Jeder Verwaltungsrat hat das Recht eine Sitzung einzuberufen 	Art. 715 OR
Mitgliederanzahl	<ul style="list-style-type: none"> • 3 bis 21 natürliche Personen • Anzahl durch 3 teilbar 	§95 AktG	<ul style="list-style-type: none"> • Mindestens eine natürliche Person 	Art. 707 OR
Diversity	<ul style="list-style-type: none"> • Bei Besetzung des Vorstandes soll der AR Frauen angemessen berücksichtigen 	DCGK 5.1.2	<ul style="list-style-type: none"> • Falls das Unternehmen zum grossen Teil im Ausland tätig ist, soll sich dies im VR wider spiegeln 	SCBP IIb 12
Ausschüsse	<ul style="list-style-type: none"> • Es soll ein Audit Committee und ein Nominierungsausschuss geben • Vorsitzender soll Ausschüsse leiten, die Vorstandsverträge behandeln • Vorsitzender sollte nicht Audit Committee leiten 	DCGK 5.3.2 und 5.3.3	<ul style="list-style-type: none"> • Es soll ein Audit Committee, ein Compensation Committee und ein Nominierungsausschuss gebildet werden • Das Audit und Compensation Committee soll hauptsächlich / ausschließlich aus unabhängigen VR bestehen 	SCBP IIg 21, 23, 25 und 27

Tabelle 2: Organisation

In Deutschland ist eine Benennung als Aufsichtsrat bis maximal 5 Jahre möglich, das heißt ein Aufsichtsrat kann für maximal fünf aufeinanderfolgende Hauptversammlungen gewählt werden (Vgl. §102 AktG). In der Schweiz ist dagegen bisher nach Art. 710 OR eine Amtsdauer von bis zu sechs Jahren möglich. Aufgrund der Annahme der Volksinitiative „gegen die Abzockerei“ sind die Verwaltungsratsmitglieder ab März 2014 jährlich und einzeln von der Generalversammlung zu wählen. In Deutschland obliegt dies der Hauptversammlung. Eine Besonderheit des deutschen Aktiengesetzes, das in der Schweiz nicht bekannt ist, sind die

umfangreichen Mitbestimmungsrechte der Arbeitnehmerschaft, die massive Auswirkungen auf die Zusammensetzung des Aufsichtsrats haben. So ist dieser paritätisch zu besetzen.⁷ In der Schweiz sind entsprechende Regeln unbekannt. Der deutsche Aufsichtsrat umfasst drei bis 21 Personen, wobei die Zahl stets durch drei teilbar sein soll. In der Schweiz gibt man sich bereits mit einer natürlichen Person zufrieden.

Bezüglich des Themas Diversity ist im Deutschen Corporate Governance Kodex festgehalten, dass Frauen bei der Besetzung des Vorstandes angemessen zu berücksichtigen sind. Eine entsprechende Regelung findet sich im Swiss Code of Best Practice nicht. Stattdessen wird dort darauf hingewiesen, dass im Falle einer bedeutenden Auslandstätigkeit der Gesellschaft diese Tatsache auch in der Besetzung des Verwaltungsrats eine Rolle spielen sollte. Ein weiteres wichtiges Governance Element sind die durch den Verwaltungsrat bzw. Aufsichtsrat eingesetzten Ausschüsse. In Deutschland ist ein Audit Comitee vorgesehen, dass nicht vom Aufsichtsratsvorsitzenden geleitet werden soll. Die Schweiz sieht mit dem Audit Committee, dem Compensation Committee und dem Nominierungsausschuss bereits die Bildung von drei Institutionen vor, wobei sowohl das Audit als auch das Compensation Committee hauptsächlich bzw. wenn möglich ausschließlich aus unabhängigen Verwaltungsräten bestehen soll.

3.2. Befugnisse und Pflichten

Die Aufgaben des deutschen Aufsichtsrats sind im §111 AktG und DCGK 4.1.1, 5.1.1 festgelegt (Vgl. Tabelle 3). Im Kern geht es um die Kontrolle der Gesellschaft, wobei die Einbindung des Aufsichtsrats bei strategischen Entscheidungen vorgesehen ist. Gewisse Entscheidungen des Vorstands sind dabei zustimmungspflichtig, sofern dies die Satzung der Gesellschaft vorsieht (häufig z. B. bei Kapitalerhöhungen). Außerdem hat der Aufsichtsrat für den Vorstand eine Beratungsfunktion. Der Schweizer Verwaltungsrat hat sowohl die Oberleitung als auch die Kontrolle der Gesellschaft zu übernehmen (Vgl. Art. 716a OR; Art. 716(1) OR). Ferner ist er beschlussfähig zu allen Angelegenheiten, die nicht durch Gesetz oder Statuten der Generalversammlung vorbehalten sind.

⁷ Anzumerken ist, dass das Mitbestimmungsgesetz nur für große Unternehmen mit in der Regel über 2000 Mitarbeitern in vollem Umfang gültig ist, während kleinere Gesellschaften geringere Anforderungen zu erfüllen haben.

	Aufsichtsrat (AR)		Verwaltungsrat (VR)	
Anforderung	Beschreibung	Quelle	Beschreibung	Quelle
Aufgaben	<ul style="list-style-type: none"> • Kontrolle der Gesellschaft • Einbindung bei strategischen Entscheidungen • Gewisse Entscheidungen des Vorstands zustimmungspflichtig • Beratung Vorstand 	§111 AktG; DCGK 4.1.1, 5.1.1	<ul style="list-style-type: none"> • Oberleitung und • Kontrolle der Gesellschaft • Beschlussfähig zu allen Angelegenheiten, die nicht durch Gesetz oder Statuten der Generalversammlung vorbehalten sind 	Art. 716a OR; Art. 716(1) OR
Entscheidungen	<ul style="list-style-type: none"> • Der Aufsichtsrat entscheidet durch Mehrheitsentscheidung • Vorsitzender besitzt 2 Stimmen bei Stimmengleichheit 	§108 AktG; DCGK 1.	<ul style="list-style-type: none"> • Mehrheitsentscheidung • Stichentscheid beim Vorsitzenden bei Stimmengleichheit 	Art. 713 OR
Geschäftsführung	<ul style="list-style-type: none"> • AR Mitglieder dürfen nicht der Geschäftsführung angehören • AR sollen nicht mehr als 2 ehemalige Vorstände angehören • Zweijährige Karenzzeit vor Wechsel vom Vorstand in AR (Ausnahmen möglich) • Dualistisches System 	§105 AktG; DCGK 5.4.2 und 5.4.4	<ul style="list-style-type: none"> • Obliegt dem VR • Kann vom VR auf einzelne Mitglieder oder Dritte übertragen werden • VR entscheidet ob VR und Geschäftsführung von der gleichen Person geleitet werden • Theoretisch: Monistisches System, Praktisch: Hybridsystem 	Art. 716(2) OR; Art. 716b OR; SCBP IIe 18
Haftung	<ul style="list-style-type: none"> • Bei Verletzung der Sorgfaltspflicht können Schadensersatzansprüche geltend gemacht werden • Directors and Officers Versicherung für AR soll Selbstbehalt enthalten 	§93 und §116AktG; DCGK 3.8	<ul style="list-style-type: none"> • Bei fahrlässiger und • Absichtlicher Pflichtverletzung haftet Verwaltungsrat 	Art. 754 OR
Abschlussprüfer	<ul style="list-style-type: none"> • Werden von der Hauptversammlung bestimmt • Vom AR beauftragt 	§119 AktG; DCGK 7.2.2	<ul style="list-style-type: none"> • Werden von der Generalversammlung bestimmt 	SCBP I 1 und III 29

Tabelle 3: Befugnisse und Pflichten

3.3. Qualifikation und Entlohnung

Zwei zentrale Elemente der Corporate Governance sind die Fragen der Qualifikation und Entlohnung (Vgl. Tabelle 4). Neuere Entwicklungen der Corporate Governance haben dazu geführt, dass im Allgemeinen eine Obergrenze für die Anzahl der Aufsichtsrats- bzw. Verwaltungsratsmandate pro Mitglied für sinnvoll erachtet wird, um den damit verbundenen Aufgaben verantwortungsvoll nachkommen zu können. So fordert das deutsche Aufsichtsrecht, dass eine Person nicht mehr als zehn Aufsichtsratsmandate innehaben darf. Auch soll der Aufsichtsrat nicht Vorstand der Gesellschaft innerhalb der letzten zwei Jahre gewesen sein. Hintergrund ist, dass der Aufsichtsrat nicht die Beurteilung der in den Vorjahren selbst getroffenen Entscheidungen vornehmen soll. Die Entlohnung setzt sich im Allgemeinen aus

einem fixen und einem variablen Anteil zusammen, wobei der variable Anteil häufig in Form aktienbasierter Vergütung erfolgt. Wichtig ist die Offenlegung der Vergütung im Vergütungsteil des Geschäftsberichts, die sowohl im deutschen als auch im Schweizer System vorgesehen ist.

	Aufsichtsrat (AR)		Verwaltungsrat (VR)	
Anforderung	Beschreibung	Quelle	Beschreibung	Quelle
Qualifikation	<ul style="list-style-type: none"> • Nicht mehr als 10 AR Mandate (3 falls parallel Vorstandstätigkeit) • Kein Gesetzlicher Vertreter eines abhängigen Unternehmens • Keine Kreuzverflechtung • Niemand der Vorstand der Gesellschaft innerhalb der letzten zwei Jahre war (Ausnahmen möglich) • Auswahl soll so erfolgen, dass der gesamte AR die erforderlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und fachliche Erfahrung besitzt 	§100(2) AktG; DCGK 5.4.1	<ul style="list-style-type: none"> • Vom Gesetz her keine spezielle Qualifikation erforderlich • Indirekt werden Qualifikationen vorausgesetzt für Rechnungswesen, Finanzkontrolle und Finanzplanung • VR-Mitglieder sollen erforderliche Fähigkeiten besitzen • Mindestens eine Person, welche befugt ist die Gesellschaft nach außen zu vertreten muss in der Schweiz wohnhaft sein 	Art. 718 OR; Art. 716a(1) 3 OR; SCBP IIb 12
Entlohnung Vorstand	<ul style="list-style-type: none"> • AR bestimmt Entlohnung für Vorstand • Entschädigungssystem soll variable und fixe Teile enthalten • Variable Vergütungsteile sollen mehrjährige Bemessungsgrundlage besitzen • Variable Entlohnung soll begrenzt sein bzgl. außerordentlicher Entwicklungen • Abfindung beim Ausscheiden soll maximal 3 Jahresgehältern betragen • Vergütung eines jeden Vorstands soll in einem Vergütungsbericht im Corporate Governance Bericht erfolgen 	§87 AktG; DCGK 4.2.2, 4.2.3, 4.2.4 und 4.2.5	<ul style="list-style-type: none"> • Generalversammlung bestimmt Entlohnung für Geschäftsführung (ab März 2014) • VR bestimmt Entlohnung für Geschäftsführung (bisher) • Generalversammlung wird in einem Entschädigungsbericht über Entschädigungssystem informiert • Entschädigungssystem soll variable und fixe Anteile enthalten • Incentive für mittel und langfristige Orientierung • Es soll / darf keine Abgangsentschädigungen geben (bisher / ab März 2014) • Entlohnung in anderen Unternehmen dient als Vergleichsmaßstab • Offenlegung der Bezüge als Ganzes und des höchstbezahlten Mitglieds 	Art. 95 Abs. 3 BV; Art. 663b ^{bis} OR; SCBP Anhang a 1, b 3, 4, 6, 7, c 8, 9
Entlohnung VR / AR	<ul style="list-style-type: none"> • Hauptversammlung bestimmt Entlohnung für AR • Vergütung soll feste und variable Anteile enthalten • Offenlegung der Entlohnung aller AR Mitglieder im Corporate Governance Bericht 	§113 AktG; DCGK 5.4.6	<p>Ab März 2014:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Generalversammlung beschließt Entlohnung für VR und Geschäftsleitung • Keine Abgangvergütungen, Vergütungen im Voraus oder Prämien für M&A-Aktivitäten <p>Bisher:</p> <ul style="list-style-type: none"> • VR bestimmt Entlohnung für VR (Entschädigungsausschuss) • Generalversammlung wird in einem Entschädigungsbericht über Entschädigungssystem informiert • Es soll keine Abgangsentschädigungen geben <p>• Entlohnung in anderen Unternehmen dient als Vergleichsmaßstab</p>	Art. 95 Abs. 3 BV Art. 663b ^{bis} OR; SCBP Anhang a 1, b 4, 6, 7, c 8, 9

			• Offenlegung der Entlohnung aller VR Mitglieder auf individueller Ebene
--	--	--	--

Tabelle 4: Qualifikation und Entlohnung⁸

4. Versicherungsspezifische Anforderungen im Versicherungsbereich

Unter spezielle Anforderungen diskutieren wir diejenigen Anforderungen, welche sich speziell an Gremien von Versicherungsunternehmen richten. Diese Informationen sind insbesondere den Gesetzen und Richtlinien entnommen, die in Tabelle 1 unter dem Oberbegriff „Versicherungsspezifische Regelungen“ genannt werden. Ein Beispiel für eine solche Anforderung ist, dass in der Schweizer Assekuranz eine Personaleinheit von Vorsitz des Verwaltungsrat und der Geschäftsführung nicht gestattet ist. Dies stellt eine Abweichung vom allgemeinen Grundsatz dar, die eine solche Personaleinheit grundsätzlich ermöglicht.

Es gibt viele Besonderheiten der Versicherungsindustrie bezüglich der Ausgestaltung von Corporate Governance. Hintergrund ist die besondere volkswirtschaftliche Funktion und damit einhergehend die staatliche Aufsicht über Versicherungsunternehmen. Diese dient dem Schutz der Versicherungsnehmer sowie der Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des Versicherungsmarkts. Aufsichtsrechtliche Eingriffe können dabei so weit gehen, dass Aufsichts- bzw. Verwaltungsratsmitglieder abberufen werden können.⁸

	Aufsichtsrat (AR)		Verwaltungsrat (VR)	
Anforderung	Beschreibung	Quelle	Beschreibung	Quelle
Qualifikation	<ul style="list-style-type: none"> • AR Mitglied muss zuverlässig sein und die nötige Sachkunde besitzen • Es dürfen höchstens 2 ehemalige Geschäftsleiter im AR vertreten sein • Wird bekannt, dass ein AR Mitglied nicht zuverlässig ist und / oder die nötige Sachkunde besitzt kann die Aufsichtsbehörde die Abberufung verlangen 	§7a(4) und §87(8) VAG	<ul style="list-style-type: none"> • Personen verantwortlich für Oberleitung, Geschäftsführung und Kontrolle müssen einen guten Ruf besitzen, sowie • Notwendiges Fachwissen und Erfahrung (Fit-and-Proper) • Explizit Versicherungswissen muss im VR vorhanden sein • Wird dem VAG, der AVO oder Aufforderungen der 	Art. 14, 22, 51(1,2f) und 67 VAG; Art. 12 und 14 AVO; FINMA Rundschreiben 2008/32 III.(B.)

⁸ Neben der staatlichen Aufsicht und damit einhergehenden Anforderungen gibt es noch weitere spezifische Besonderheiten im Bereich der Aufsicht und Kontrolle, so etwa dass Rückversicherer und Intermediäre (Broker, Agenten), die Qualität von Versicherern analysieren. Aufgrund der ex-post Finanzierung von Garantieeinrichtungen haben Versicherer mitunter sogar einen Anreiz sich gegenseitig zu kontrollieren (Vgl. Downs und Sommer 1999).

			FINMA nicht nachgekommen, so kann die Aufsichtsbehörde VR Mitglieder abberufen und ein Berufsverbot für bis zu 5 Jahren verhängen	
Rechtsform	<ul style="list-style-type: none"> • Unternehmen muss Aktiengesellschaft oder • Europäische Aktiengesellschaft oder • Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit oder • Körperschaft des öffentlichen Rechts sein • Für Punkt 1, 2 und 3 AR obligatorisch 	§7(1) VAG; §30(1) AktG; §35 VAG	<ul style="list-style-type: none"> • Versicherung muss Aktiengesellschaft oder Genossenschaft sein • Folglich: VR (Aktiengesellschaft) oder Verwaltungsausschuss (Genossenschaft) möglich • Pflichten Verwaltungsausschuss: primär Kontrolle Geschäftsführung 	Art. 7 VAG; Art. 698 OR; Art. 894 B(1) OR; Art. 902(2) OR
Doppelfunktion	<ul style="list-style-type: none"> • AR Mitglieder dürfen nicht der Geschäftsführung angehören (wie oben) 	§105 AktG	<ul style="list-style-type: none"> • VR Vorsitzender darf nicht auch Vorsitzender der Geschäftsführung sein (Ausnahmen möglich) 	Art. 13 AVO
Interessenskonflikte	<ul style="list-style-type: none"> • Interessenskonflikte sind offen zu legen 	DCGK 5.5.2	<ul style="list-style-type: none"> • Interessenskonflikte sind zu vermeiden 	Art. III B(5) FINMA Rundschreiben 2008/32 III.(B.); SCBP IId 16
Vergütung	<ul style="list-style-type: none"> • Vergütung von AR Mitgliedern muss durch die Satzung bzw. Beschluss der Hauptversammlung festgelegt werden • Variable Vergütung von AR Mitgliedern darf nicht in Zusammenhang mit der Vermittlung von Versicherungsverträgen stehen 	Versicherungs-Vergütungsverordnung (VersVergV)	<ul style="list-style-type: none"> • VR erlässt Vergütungsregelungen, welches alle Mitarbeiter des Unternehmens umfasst 	FINMA Rundschreiben 2010/1

Tabelle 5: Spezielle Anforderungen im Versicherungsbereich

Eine wichtige Besonderheit stellt in diesem Zusammenhang auch die „Fit-and-Proper“ Anforderung dar. Demnach müssen Aufsichtsräte und Verwaltungsräte das notwendige Fachwissen sowie die persönliche Eignung zur Durchführung der Aufgabe mitbringen. Das

notwendige Fachwissen kann beispielsweise aus einer Führungsfunktion im Versicherungsbereich erworben werden. Ist die Qualifikation nicht ausreichend, so können die deutschen sowie die Schweizer Aufsichtsbehörden den oder die betreffenden Personen aus dem Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat abberufen. Bedeutsam erscheinen hier auch die Anforderungen, die aus dem deutschen MA Risk (Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Versicherern) kommen, welche verbindliche Vorgaben für die Ausgestaltung des Risikomanagements in deutschen Versicherungsunternehmen darstellen. Gemäß dem Proper Kriterium unterliegen Personen, die in der Geschäftsleitung sind, strengeren Missbrauchsvorschriften im Vergleich zu nicht beaufsichtigten Marktteilnehmern. In der Schweizer Verordnung über die Aufsicht von privaten Versicherungsunternehmen (AVO) wird zudem explizit nach vorhandenem Versicherungswissen im Verwaltungsrat verlangt.

Interessenskonflikte werden in Deutschland sowie in der Schweiz in den allgemeinen Corporate Governance Richtlinien behandelt. In der Schweiz werden zudem explizit Versicherungsunternehmen in dem FINMA Rundschreiben 2008/32 darauf hingewiesen, dass Mitglieder des Verwaltungsrats persönliche Interessenskonflikte zu vermeiden haben.

In Bezug auf das Vergütungssystem speziell von Banken und Versicherungen ist in Deutschland die Versicherungsvergütungsverordnung (VersVegV) und in der Schweiz das FINMA Rundschreiben 2010/1 relevant. Beide Verordnungen sind darauf fokussiert das Vergütungssystem für den Vorstand bzw. für die Geschäftsleitung zu regulieren. Es wird darauf hingewiesen, dass hierfür jeweils der Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat verantwortlich ist. Ferner darf die Vergütung für deutsche Aufsichtsräte nicht im Zusammenhang mit der Vermittlung von Versicherungsverträgen stehen.

5. Ableitung von Gemeinsamkeiten und Unterschieden und Abgleich mit wissenschaftlichen Resultaten

In Tabelle 6 werden wesentliche Gemeinsamkeiten und Unterschiede im Vergleich vom schweizerischen und deutschen System zusammengetragen. Die Verantwortlichkeiten des schweizerischen Verwaltungsrats gehen über die des deutschen Aufsichtsrats hinaus, da der Verwaltungsrat neben der Überwachungsfunktion auch eine Leitungsfunktion innehat. Die Aufgaben des Verwaltungsrats sind folglich umfangreicher als die des Aufsichtsrats. Der Swiss Code of Best Practice ist jedoch weniger bindend als der deutsche Corporate Governance Kodex, da nur letzterer ein im Gesetz verankertes Comply or Explain Prinzip enthält. Weitere Unterschiede bei der Organisation von Aufsichtsrat und Verwaltungsrat ergeben sich, da der

Aufsichtsrat paritätisch von Arbeitnehmer- und Eigenkapitalvertretern besetzt ist, im Verwaltungsrat jedoch ausschließlich die Eigenkapitalseite vertreten ist. Nach dem Obligationenrecht wäre es möglich die Leitung der Geschäftsleitung und des Verwaltungsrats einer Person zu übertragen, doch nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz ist dies nur in Ausnahmefällen möglich und somit ist diese Dualität in der Versicherungswirtschaft sowohl in Deutschland als auch in der Schweiz ähnlich stark reguliert. Bzgl. der Organisation unterscheiden sich der Aufsichts- und Verwaltungsrat aufgrund der Umsetzung der Volksinitiative „gegen die Abzockerei“ ab März 2014 zusätzlich in der Dauer der maximalen Wahlperiode. In Deutschland kann ein Aufsichtsrat maximal über fünf Jahre hinweg gewählt werden, in der Schweiz müssen demnächst die Wahlen für den Verwaltungsrat jährlich stattfinden.

Kriterium	Gemeinsamkeiten	Unterschiede
Organisation	<ul style="list-style-type: none"> • Wahlperiode in etwa gleich (max. 5 oder 6 Jahre) (bisher) • Genehmigung durch GV / HV • Bildung von Ausschüssen 	<ul style="list-style-type: none"> • Dauer der möglichen Wahlperiode unterschiedlich (max. 5 Jahre oder 1 Jahr) (ab März 2014) • Monistisches vs. dualistisches System • Mitgliederanzahl: mind. 1, Ø 4 (VR), mind. 3, Ø14 (AR) • Arbeitnehmermitbestimmung in der Schweiz nicht verankert • Comply or Explain Prinzip bzgl. des Deutschen Corporate Governance Kodex • Swiss Code of Best Practice stellt ausschließlich eine nicht bindende Empfehlung an die Unternehmen dar
Aufgaben, Haftung und Prüfung	<ul style="list-style-type: none"> • Mehrheitsentscheidung mit Doppelstimmrecht des Vorsitzenden bei Stimmgleichheit 	<ul style="list-style-type: none"> • Der Verwaltungsrat ist ein Leitungs- und Überwachungsorgan, während der Aufsichtsrat ein reines Überwachungs- und Beratungsorgan ist • Der Verwaltungsratspräsident darf zugleich Vorsitzender der Geschäftsleitung sein, allerdings ist dies im Versicherungsbereich im Allgemeinen nicht gestattet (Art. 13 AVO, Ausnahmen möglich)
Qualifikation und Entlohnung	<ul style="list-style-type: none"> • Hauptversammlung / Generalversammlung beschließt Entlohnung für AR / VR (ab März 2014) • AR / VR beschließt Entlohnung für Vorstand (bisher) • Offenlegung der Entlohnung • Entlohnung: bei KMUs typischerweise unter 50 000€, bei Aktienunternehmen im Schnitt bis 100.000€, generell hohe Varianz 	<ul style="list-style-type: none"> • Generalversammlung beschließt Entlohnung für VR und Geschäftsleitung (ab März 2014) • AR bestimmt Entlohnung für Vorstand (ab März 2014) • VR beschließt eigene Entlohnung im Entschädigungsausschuss (bisher) • Anzahl AR Mandate auf 10 beschränkt
Spezielle Anforderungen im Versicherungsbereich	<ul style="list-style-type: none"> • Notwendiges Fachwissen und Erfahrung erforderlich (Fit-and-Proper) • Abberufung von Aufsichts- bzw. Verwaltungsräten durch Aufsichtsbehörden möglich 	<ul style="list-style-type: none"> • Anzahl früherer Geschäftsführer im AR auf 2 beschränkt • Variabler Anteil der Entlohnung von AR Mitgliedern darf nicht in Zusammenhang mit dem Verkauf von Versicherungsverträgen stehen • VR für Vergütungsreglement für alle Mitarbeiter verantwortlich • AR nur für Vergütungssystem für Geschäftsleitung verantwortlich

Tabelle 6: Ableitung von Gemeinsamkeiten und Unterschieden

In der Festlegung der Vergütung von Aufsichtsrat und Verwaltungsrat beseitigt die Initiative jedoch Unterschiede. Bisher bestimmen Verwaltungsräte ihre Vergütung autonom ohne die

Zustimmung der Aktionäre einholen zu müssen. Ab März 2014 gleichen sich hier jedoch die beiden Systeme an, da sowohl für den Aufsichtsrat als auch für den Verwaltungsrat die Entlohnung durch die Aktionäre beschlossen wird. Auch im Bereich der speziellen Anforderungen aus dem Versicherungsbereich überwiegen die Gemeinsamkeiten. So finden sich in den deutschen sowie Schweizer Aufsichtsgesetzen „Fit-and-Proper“ Kriterien und die Aufsichtsbehörden haben die Befugnis Aufsichts- bzw. Verwaltungsräte abzurufen, falls diese Kriterien nicht eingehalten werden. Auch ähneln sich die beiden Verordnungen (VersVergV und FINMA Rundschreiben 2010/1) zu Vergütungssystemen. Variable Bestandteile des Gehalts sollen sich am langfristigen wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens ausrichten und erst verzögernd in Anspruch genommen werden können. Der Verwaltungsrat hat jedoch bei dieser Thematik weitreichendere Befugnisse als der Aufsichtsrat. Ersterer erlässt das Vergütungssystem für das gesamte Unternehmen und nicht nur wie der Aufsichtsrat für den Vorstand bzw. die Geschäftsleitung. Ein weiterer Unterschied besteht darin, dass in Deutschland die Vergütung von Aufsichtsrats-Mitgliedern nicht im Zusammenhang mit dem Verkauf von Versicherungsverträgen stehen darf.

Tabelle 7 stellt zentrale Corporate Governance Faktoren in Bezug auf Aufsichtsgremien dar und nimmt einen Abgleich mit wissenschaftlichen Studien zu diesem Themenbereich vor.⁹ Wir bewerten anhand der Literatur den Einfluss verschiedener Eigenschaften des Aufsichtsgremiums auf die Performance und das Risiko. Unter Performance wird der Erfolg eines Versicherungsunternehmens anhand verschiedener Kennzahlen gemessen, z. B. durch Profitabilität, Aktienkursentwicklung oder Kosteneffizienz. Die Risikoanalyse hingegen umfasst alle gängigen Risikotypen, wie Operational Risk, Underwriting Risk und Market Risk. In der Literatur wird das Risiko häufig gemessen durch die Standardabweichung des „Return on Assets“ (RoA) oder die Standardabweichung der „Loss Ratio“ (LR).¹⁰

⁹ Aufsichtsgremium, Aufsichtsorgan und Kontrollgremium gebrauchen wir als Synonyme für das oberste Kontrollorgan bei einem Versicherungsunternehmen. Je nach Aufsichtssystem kann dies der Aufsichtsrat (z. B. Deutschland), der Verwaltungsrat (z. B. Schweiz) oder das Board (z. B. UK oder USA) sein. Die meisten wissenschaftlichen Arbeiten beziehen sich auf Länder mit einer monistischen Unternehmensleitung.

¹⁰ Die Strukturen des Aufsichtsgremiums sowie die Eigenschaften der Mandatsträger wirken sich zudem auf die Güte des Reportings eines Unternehmens aus, wie z.B. bezüglich des Earnings Management (Vgl. Xie et al. 2003, Eckles et al. 2011 und Liu und Sun 2010).

	Deutschland	Schweiz	Quellen Allgemein	Quellen Assekuranz	Wesentliche Aussagen
Dualität der Führung des Aufsichtsorgans und der Geschäftsleitung	<ul style="list-style-type: none"> • Reguliert • Dualität nicht möglich 	<ul style="list-style-type: none"> • Reguliert • Dualität bei Versicherungsunternehmen in der Regel nicht möglich 	<ul style="list-style-type: none"> • Dalton und Dalton (2011) • Bhagat und Bolton (2008) • Baliga et al. (1996) • Jensen (1993) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ho et al. (2013) • Eckles et al. (2011) • Boubakri (2011) • Wang et al. (2007) • Diacon und O'Sullivan (1995) 	<ul style="list-style-type: none"> • Dualität führt zu Interessenkonflikten und schlechterer Aufsicht des Managements • Implikation für die Firmen-Performance eher widersprüchlich, für Assekuranz tendenziell risikoerhöhend
Unabhängigkeit der Mitglieder	<ul style="list-style-type: none"> • Reguliert • Max. 2 ehemalige Geschäftsleiter im AR • 2 jährige Karenzzeit für Vorstände • Unabhängigkeit des Vorsitzenden des Prüfungsausschusses 	<ul style="list-style-type: none"> • Reguliert • Mehrheit des VR ohne operative Führungsaufgaben im Unternehmen • Audit Committee besteht aus Mitgliedern, die seit min. 3 Jahren keine operative Führungsaufgaben im Unternehmen wahrnehmen 	<ul style="list-style-type: none"> • Bhagat und Bolton (2008) • Brick und Chidambaran (2008) • Coles et al. (2006) • Bhagat und Black (2002) • Dahya et al. (2002) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ho et al. (2013) • Eling und Marek (2013) • Huang et al. (2011) • Fich und Slezak (2008) • Hsu und Petchsakulwong (2010) • Wang et al. (2007) 	<ul style="list-style-type: none"> • Bezogen auf Versicherungen und Unternehmen allgemein führt ein höherer Anteil von unabhängigen Mitgliedern im Aufsichtsgremium zu besserer Kontrolle des Managements und weniger Risiko • Auswirkungen auf die Firmen-Performance umstritten
Anzahl der Mitglieder	<ul style="list-style-type: none"> • Reguliert • 3 bis 21 natürliche Personen • Anzahl durch 3 teilbar 	<ul style="list-style-type: none"> • Nicht reguliert • (mindestens 1 natürliche Person) 	<ul style="list-style-type: none"> • Cheng (2008) • Bhagat und Black (2002) • Vafeas (1999) • Yermack (1996) • Sah und Stiglitz (1991) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ho et al. (2013) • Huang et al. (2011) • Hsu und Petchsakulwong (2010) • Fich und Slezak (2008) • Wang et al. (2007) • Diacon und O'Sullivan (1995) 	<ul style="list-style-type: none"> • Je grösser Aufsichtsgremien desto geringer Firmen-Performance (lehnen risikoreiche, profitable Projekte eher ab)
Höhe der Vergütung	<ul style="list-style-type: none"> • Nicht reguliert • Beschluss auf Hauptversammlung 	<ul style="list-style-type: none"> • Nicht reguliert • Beschluss auf Generalversammlung 	<ul style="list-style-type: none"> • Mayers und Smith (2010) • Denis und McConnell (2003) • Farinha (2003) 	<ul style="list-style-type: none"> • Eling und Marek (2013) • Boubakri (2011) • Mayers und Smith (1992, 2010) 	<ul style="list-style-type: none"> • Bei guter Corporate Governance korreliert die Vergütung mit der Firmen-Performance
Art der Vergütung	<ul style="list-style-type: none"> • Reguliert: fixe und variable Bestandteile • Beschluss auf Hauptversammlung 	<ul style="list-style-type: none"> • Reguliert (ab März 2014) • Keine Abgangsentschädigungen • Keine Vergütungen im Voraus • Keine Prämien für M&A-Aktivitäten • Beschluss auf Generalversammlung 	<ul style="list-style-type: none"> • Mayers und Smith (2010) • Bebchuk et al. (2009) • Farinha (2003) 	<ul style="list-style-type: none"> • Eckles et al. (2011) • Milidonis und Sathopoulos (2011) • Fich und Slezak (2008) 	<ul style="list-style-type: none"> • Beteiligung des Managements am Unternehmen bis zu einem bestimmten Grad führt zur Erhöhung des Firmenwerts • Leistungsabhängige Vergütung kann zu einer Erhöhung des Firmenwerts führen • Abgangsvergütungen sind negativ mit dem

					Firmenwert korreliert
Häufigkeit der Sitzungen	<ul style="list-style-type: none"> • Mindestens 2 pro Kalenderjahr 	<ul style="list-style-type: none"> • Nicht reguliert 	<ul style="list-style-type: none"> • Xie et al. (2003) • Vafeas (1999) • Larcker et al. (2007) 	<ul style="list-style-type: none"> • Eling und Marek (2013) • Hsu und Petchsakulwong (2010) 	<ul style="list-style-type: none"> • Auswirkung der Sitzungshäufigkeit des Aufsichtsgremiums auf die Firmen-Performance ist widersprüchlich • Häufigere Sitzungen scheinen mit weniger Risiko einherzugehen
Amtszeit	<ul style="list-style-type: none"> • Nicht reguliert 	<ul style="list-style-type: none"> • Nicht reguliert 	<ul style="list-style-type: none"> • Byrd et al. (2010) • Liu und Sun (2010) • Vafeas (2003) • Beasley (1996) 	<ul style="list-style-type: none"> • Huang et al. (2011) • Hsu und Petchsakulwong (2010) • Diacon and O'Sullivan (1995) 	<ul style="list-style-type: none"> • Allgemein sind die Auswirkungen der Amtszeit der Mitglieder des Aufsichtsgremiums auf die Corporate Governance widersprüchlich; keine Arbeiten über direkten Einfluss auf Firmen-Performance oder Risiko • Für die Versicherungsbranche Forschungsergebnisse bzgl. Firmen-Performance widersprüchlich
Qualifikation Audit Committee	<ul style="list-style-type: none"> • Reguliert • Fit-and-Proper, Fachkenntnisse 	<ul style="list-style-type: none"> • Reguliert • Fit-and-Proper, Fachkenntnisse • Versicherungsspezialwissen 	<ul style="list-style-type: none"> • Liu und Sun (2010) • Chan und Li (2008) • Xie et al. (2003) • Klein (2002) 	<ul style="list-style-type: none"> • Huang et al. (2011) • Hsu und Petchsakulwong (2010) • Davidson III et al. (2004) 	<ul style="list-style-type: none"> • Qualifikation und Unabhängigkeit des Audit Committees beeinflussen die Firmen-Performance positiv • Kontrolle des Managements wird verbessert, insbesondere geringere Wahrscheinlichkeit von Earnings Management
Anzahl der Mandate	<ul style="list-style-type: none"> • Reguliert • Max. 10 (3 falls parallel Vorstandstätigkeit) 	<ul style="list-style-type: none"> • Nicht reguliert 	<ul style="list-style-type: none"> • Jiraporn et al. (2008) • Larcker et al. (2007) • Fich und Shivdasani (2006) • Ferris et al. (2003) 	<ul style="list-style-type: none"> • Huang et al. (2011) 	<ul style="list-style-type: none"> • Auswirkungen der Anzahl der Mandate pro Mitglied auf Firmen-Performance widersprüchlich; problematisch, wenn eine Mehrheit der Mitglieder mehrere Mandate besitzt
Alter	<ul style="list-style-type: none"> • Reguliert: Altersgrenze ist festzulegen • Beschluss auf Hauptversammlung 	<ul style="list-style-type: none"> • Nicht reguliert 	<ul style="list-style-type: none"> • Larcker et al. (2007) 	<ul style="list-style-type: none"> • Hsu und Petchsakulwong (2010) • Fich und Slezak (2008) 	<ul style="list-style-type: none"> • Auswirkung des Alters der Mitglieder des Aufsichtsgremiums widersprüchlich ; eher irrelevant

Tabelle 7: Vergleich der Effektivität von Corporate Governance Richtlinien

Die am häufigsten untersuchten Eigenschaften von Aufsichtsgremien sind

- a) die Dualität der Führung des Aufsichtsorgans und der Geschäftsleitung,
- b) der Anteil der unabhängigen Mitglieder im Aufsichtsorgan,
- c) die Anzahl der Mitglieder im Aufsichtsorgan und
- d) die Vergütung der Mandatsträger.

Weitere Faktoren, die in der Literatur behandelt werden sind, die Art der Vergütung, die Häufigkeit der Sitzungen des Aufsichtsgremiums, die gesamte Amtszeit der einzelnen Mitglieder (mögliche Verweildauer im Aufsichtsgremium über alle Wahlperioden hinweg), die Qualifikation der Mitglieder des Audit Committees, die Anzahl der Mandate sowie das Alter der Mandatsträger.

Ad a) Dualität: Ein Vergleich bei der Regulierung zeigt folgende Gemeinsamkeiten und Unterschiede: Eine Dualität der Führung des Aufsichtsorgans und der Geschäftsleitung ist praktisch in beiden Systemen bei Versicherungen nicht möglich. Dies kann damit legitimiert werden, dass wenn die Führung der Geschäftsleitung und des Kontrollgremiums auf eine Person vereinigt wird, das Risiko des Versicherungsunternehmens tendenziell höher ist.

Ad b) Anteil der unabhängigen Mitglieder: Auch wird in Deutschland sowie in der Schweiz darauf hingewirkt, dass ein beträchtlicher Anteil der Mitglieder des Aufsichtsgremiums unabhängig ist. Hier sind die deutschen Richtlinien jedoch um einiges strenger, da die Vorgaben zum Teil aus dem Gesetz stammen und zum Teil aus dem Corporate Governance Kodex. Die Schweizer Vorgaben hingegen basieren hauptsächlich auf dem Swiss Code of Best Practice, welcher weniger maßgebend ist als der deutsche Kodex. Ob ein hoher Anteil von unabhängigen Mitgliedern im Aufsichtsorgan jedoch wünschenswert ist, ist in der Literatur umstritten. Zwar ist erwiesen, dass das Risiko des Versicherers sinkt, doch kann dies auch einhergehen mit sinkender Performance.

Ad c) Anzahl der Mitglieder: Die meisten Studien für Unternehmen allgemein sowie für Versicherer legen nahe, dass eine höhere Anzahl von Mitgliedern im Aufsichtsgremium sich vermindern auf die Performance des Unternehmens auswirkt. Aufgrund von Sah und Stiglitz (1991) argumentiert Boubakri (2011), dass mit steigender Anzahl von Mitgliedern im Aufsichtsgremium dieses schwieriger von riskanten, aber profitablen Projekten zu überzeugen ist. Große Aufsichtsgremien sind schwer zu koordinieren und brauchen lange zur Entscheidungsfindung. Dieser Bereich wird in Deutschland im Gegensatz zu der Schweiz scharf reguliert. Die Aufsichtsratsgröße ist auf maximal 21 Personen begrenzt.

Ad d) Vergütung der Mandatsträger: Bei der Festlegung der Entlohnung der Mitglieder des Aufsichtsrats bzw. des Verwaltungsrats ergeben sich ab März 2014 kaum noch Unterschiede zwischen Deutschland und der Schweiz aufgrund der Annahme der „Volksinitiative gegen die Abzockerei“ in der Schweiz. In beiden Systemen wird die Vergütung durch die Aktionäre festgelegt.

Bei den restlichen Kriterien verhält es sich ähnlich – die deutschen und Schweizer Richtlinien gehen in dieselbe Richtung, nur die deutschen haben einen verbindlicheren Charakter. Eine Ausnahme bildet die Art der Vergütung. Hier sind die Schweizer Richtlinien um einiges strenger und verbieten aufgrund der oben genannten Volksinitiative verschiedene Vergütungsformen ab März 2014. Gegen Abgangvergütungen lassen sich empirische Argumente in der Literatur finden. Z. B. sind diese mit einem niedrigen Firmenwert korreliert. Die kausalen Zusammenhänge sind jedoch nicht klar (Vgl. Bebchuk 2009) und so scheint es fraglich ob ein Verbot dieser Vergütungskomponente eine geeignete Maßnahme ist.

Die Anforderungen an das Audit Committee und deren Mitglieder sind in beiden Ländern streng reguliert und bei Versicherungen wird gesondertes Spezialwissen vorausgesetzt. Dies kann damit legitimiert werden, dass ein unabhängiges und qualifiziertes Audit Committee sich nachweislich positiv auf die Firmen-Performance und die Corporate Governance auswirkt. Die Häufigkeit der Sitzungen des Aufsichts- bzw. des Verwaltungsrats sind in Deutschland kaum (2 Sitzungen pro Kalenderjahr) und in der Schweiz nicht reguliert. Die Amtszeit eines Mitglieds des Aufsichtsgremiums ist weder in Deutschland noch in der Schweiz reguliert. Die nicht bzw. kaum vorhandene Regulierung bei beiden Faktoren kann als effektiv angesehen werden, da wissenschaftliche Erkenntnisse hierzu nicht eindeutig sind.

Die Anzahl der Mandate pro Mitglied ist in Deutschland im Gegensatz zu der Schweiz reguliert. In der Literatur sind negative Konsequenzen für die Firmen-Performance erst nachweisbar, wenn eine Mehrheit der Mitglieder des Aufsichtsgremiums weitere Mandate besitzen. Einerseits wird die Hypothese vertreten, dass Mandatsträger mit vielen Aufsichtsmandaten nicht genug Zeit für die Erfüllung ihrer Aufgaben besitzen. Andererseits wird argumentiert, dass mehrere Mandate die Expertise des einzelnen Mitglieds erhöhen. Aus diesem Grunde ist fraglich, ob eine Regulierung per Gesetz auf Ebene des einzelnen Mitglieds des Aufsichtsgremiums effektiv ist. In Deutschland im Gegensatz zur Schweiz muss eine Altersgrenze auf der Hauptversammlung für Mitglieder des Aufsichtsgremiums festgelegt werden. Wissenschaftliche Studien zeigen jedoch, dass dieser Faktor eher nicht signifikant für die Firmen-Performance oder das Risiko ist.

Folgende Faktoren haben signifikanten Einfluss auf die Performance sowie die Risikoausrichtung des Unternehmens und sind in Deutschland und der Schweiz ähnlich reguliert: Dualität der Führung der Geschäftsleitung und des Aufsichtsgremiums, Unabhängigkeit der Mitglieder, Anzahl der Mitglieder, Höhe und Art der Vergütung und Qualifikation der Mitglieder des Audit Committees. Die Faktoren Häufigkeit der Sitzungen und Amtszeit, Anzahl der Mandate sowie Alter eines Mitglieds des Aufsichtsgremiums besitzen keinen signifikanten Einfluss, bzw. ihre Auswirkungen auf die Performance und die Risikoausrichtung des Unternehmens sind noch nicht bekannt. Nichtsdestotrotz sind diese Faktoren in Deutschland reguliert.

Es lässt sich zusammenfassen, dass die deutschen Governance Richtlinien bzgl. des Aufsichtsrats strenger zu sein scheinen als die Schweizer Richtlinien bzgl. des Verwaltungsrats. Jedoch ist die Regulierung in der Schweiz tendenziell passgenauer und ist ausschließlich auf die wesentlichen Faktoren fokussiert, so dass die Schweizer Regulierung effektiver erscheint.¹¹

¹¹ Bei der Bewertung der Effektivität von Corporate Governance Richtlinien sollte beachtet werden, dass die Auswirkungen der Strukturen und Eigenschaften des Aufsichtsgremiums je nach Rechtsform unterschiedlich ausfallen können. Es gibt Unterschiede bei den vorhandenen Interessenskonflikten und den externen Kontrollmechanismen, etwa durch Analysten, wobei unterschiedliche Resultate in der Literatur bestehen (Vgl. Piotroski und Roulstone 2004, Cole et al. 2011, Cummins und Nini 2002 und Doherty und Dionne 1993).

6. Fazit und Entwicklungstendenzen

Der grundlegende Unterschied zwischen dem deutschen Aufsichtsrat und dem Schweizer Verwaltungsrat liegt in der Tatsache, dass der Aufsichtsrat ein reines Kontrollgremium ist und der Verwaltungsrat neben der Kontrollfunktion zudem die Oberleitung des Unternehmens verantwortet. Ein weiterer wichtiger Unterschied ist die paritätische Besetzung des Aufsichtsrats, welche in der Schweiz nicht stattfindet. Neben diesen beiden Punkten ist jedoch eine zunehmende Tendenz zu einer Annäherung der beiden Strukturtypen des Schweizer und deutschen Systems festzustellen. Diese Konvergenz ist darauf zurückzuführen, dass beide Systeme Nachteile haben und diese im Laufe der Zeit immer offensichtlicher geworden sind. Man sucht letztlich den Ausgleich für Schwächen des einen Systems in gezielten Anleihen beim anderen, (Vgl. Böckli 2008). Ein aktuelles Beispiel ist die Schweizer Volksinitiative „gegen die Abzockerei“, wodurch die Schweiz nicht nur bei der Regulierung der Entlohnung von Verwaltungsräten und der Geschäftsführung im Vergleich zu Deutschland aufgeholt hat, sondern nun die strengeren Richtlinien in diesem Bereich besitzt.

Auch bei der generellen Frage nach der Effektivität lässt sich ein leichter Vorsprung der Schweizer Corporate Governance Richtlinien ausmachen. Zwar decken die Regulierungen in beiden Ländern die wichtigsten Aspekte der Corporate Governance ab, aber in Deutschland werden zudem Bereiche reguliert, die empirisch keinen signifikanten Einfluss auf die Performance oder Risikoausrichtung des Versicherungsunternehmens besitzen. Somit schießt Deutschland in einigen Punkten über das Ziel hinaus. Des Weiteren haben die deutschen Corporate Governance Richtlinien im Allgemeinen einen verbindlicheren Charakter als ihr Schweizer Pendant.

In Zukunft ist damit zu rechnen, dass die Corporate Governance Regeln in Deutschland und der Schweiz zunehmend verstärkt werden. So hat am 16. April 2013 das Europäische Parlament einem Gesetzentwurf der EU-Kommission zugestimmt, der die Bonuszahlungen an Bankmitarbeiter begrenzt und EU-Binnenmarktkommissar Barnier hat angekündigt, dass die EU-Kommission bis Jahresende einen Gesetzesvorschlag vorlegen wird zur allgemeinen Begrenzung von Managergehältern. In der Schweiz geht der Trend in die gleiche Richtung und so wird demnächst über die Initiative „1:12 – Für gerechte Löhne“ abgestimmt, welche festlegen würde, dass das höchste Gehalt in einem Unternehmen maximal dem zwölfwachen des tiefsten Gehalts entsprechen darf. Der verstärkte Regulierungsdruck bezieht sich jedoch nicht nur auf Fragen der Entlohnung des Top-Managements. In Deutschland zeichnet sich zunehmend die Einführung

einer Frauenquote für Aufsichtsräte ab. Am 18. April 2013 wurde eine Gesetzesinitiative im deutschen Bundestag hierzu zwar abgelehnt, aber EU-Justizkommissarin Reding versucht weiterhin auf EU-Ebene eine Frauenquote von 40% für Aufsichtsräte bis 2020 einzuführen.¹² Schlussendlich ist davon auszugehen, dass Aufsichts- und Verwaltungsräte in Zukunft stärker reguliert werden. Die Frage ist nur, ob ein engeres Corporate Governance Korsett den verschiedenen Stakeholdern wirklich Vorteile bringt.

¹² Vgl. hierzu auch den Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance der Europäische Kommission (2012).

Referenzen

- Baliga, B.R., Moyer, R.C, Rao, R.S. : CEO duality and firm performance : what's the fuss? *Strategic Manag. J.* **17**, 41-43 (1996)
- Beasley, M.S.: An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Account. Rev.* **71**(4), 443-465 (1996)
- Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A.: What matters in Corporate Governance? *Rev. Financial Stud.* **22**(2), 783-827 (2009)
- Berliner Initiativkreis: German Corporate Governance Codex, Berlin (2002)
- Bhagat, S., Black, B.: The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *J. Corp. Law* **27**(2), 231-273 (2002)
- Bhagat, S., Bolton, B.: Corporate Governance and firm performance. *J. Corp. Finance* **14**(3), 257-273 (2008)
- Boubakri, N.: Corporate governance and issues from the insurance industry. *J. Risk Insur.* **78**(3), 501-518 (2011)
- Böckli, P.: Konvergenz: Annäherung des monistischen und des dualistischen Führungs- und Aufsichtssystems. In: Hommelhoff, O., Hopt, K.J., v. Werder, A. (Hrsg.) *Handbuch Corporate Governance*. Schäffer-Poeschel, Stuttgart (2008)
- Brick, I.E., Chidambaran, N.K.: Board monitoring, firm risk, and external regulation. *J. Regul. Econ.* **33**, 87-116 (2008)
- Byrd, J., Cooperman, E.S., Wolfe, G.A.: Director tenure and the compensation of bank CEOs. *Manag. Finance* **36**(2), 86-102 (2010)
- Chan, K.C., Li, J.: Audit committee and firm value: evidence on outside top executives as expert-independent directors. *Corp. Gov.: Int. Rev.* **16**(1), 16-31 (2008)
- Cheng, S.: Board size and the variability of corporate performance. *J. Financial Econ.* **87**, 157-176 (2008)
- Cole, C.R., He, E., McCullough, K.A., Semykina, A., Sommer, D.W.: An empirical examination of stakeholder groups as monitoring sources in Corporate Governance. *J. Risk Insur.* **78**(3), 703-730 (2011)
- Coles, J.L., Daniel, N.D., Naveen, L.: Managerial incentives and risk-taking. *J. Financial Econ.* **79**, 431-486 (2006)

- Cummins, J.D., Nini, G.P.: Optimal capital utilization by financial firms: evidence from the property-liability insurance industry. *J. Financial Serv. Res.* **21**(1/2), 15-53 (2002)
- Dahya, J., McConnell, J.J., Travlos, N.G.: The cadbury committee, corporate performance, and top management turnover. **57**(1), 461-483 (2002)
- Dalton, D.R., Dalton C.M.: Integration of micro and macro studies in governance research: CEO duality, board composition, and financial performance. *J. Manag.* **37**(2), 404-411 (2011)
- Davidson III, W.N., Xie, B., Xu, W.: Market reaction to voluntary announcements of audit committee appointments: the effect of financial expertise. *J. Account. Public Policy* **23**(4), 279-293 (2004)
- Denis, K., McConnel, J.J.: International Corporate Governance. *J. Financial Quant. Anal.* **38**(1) (2003)
- Diacon, S.R., O'Sullivan, N.: Does Corporate Governance influence performance? Some evidence from U.K. insurance companies. *International Rev. Law Econ.* **15**(4), 405-424 (1995)
- Doherty, N., Dionne, G.: Insurance with undiversified risk: contract structure and organizational form of insurance firms. *J. Risk Uncertain.* **6**(2), 187-203 (1993)
- Downs, D.H., Sommer, D.W.: Monitoring, ownership, and risk-taking: the impact of guaranty funds. *J. Risk Insur.* **66**(3), 477-497 (1999)
- Eckles, D.L., Halek, M., He, E., Sommer, D.W., Zhang R.: Earnings smoothing, executive compensation, and Corporate Governance: evidence from the property-liability insurance industry. *J. Risk Insur.* **78**(3), 761-790 (2011)
- Eling, M., Marek, S.D.: Corporate Governance and risk taking: evidence from the U.K. and German insurance Markets. *J. Risk Insur.* (2013) doi: 10.1111/j.1539-6975.2012.01510.x
- Europäische Kommission: Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance – ein moderner Rechtsrahmen für engagiertere Aktionäre und besser überlebensfähige Unternehmen. Com(2012) 740 final (2012)
- Fahrina, J.: Corporate Governance: a survey of the literature. Working paper, Universidade do Porto (2003)
- Ferris, S.P., Jagannathan, M., Pritchard, A.C.: Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *J. Finance* **68**(3), 1087-1111 (2003)
- Fich, E.M., Shivdasani A.: Are busy boards effective monitors? *J. Finance* **71**(2), 689-724 (2006)

- Fich, E.M., Slezak, S.L.: Can Corporate Governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis. *Geneva Pap.* **30**(2), 225-251 (2008)
- Ho, C.-L., Lai, G.C., Lee, J.-P. : Organizational structure, board composition, and risk taking in the U.S. property casualty insurance industry. *J. Risk Insur.* **80**(1), 169-203 (2013)
- Hsu, W.-Y., Petchsakulwong, P.: The impact of Corporate Governance on the efficiency performance of the Thai non-life insurance industry. *Geneva Pap.* **35**, S28-S49 (2010)
- Huang, L., Lai, G.C., McNamara, M., Wang, J.L.: Corporate Governance and efficiency: evidence from U.S. property-liability insurance industry. *J. Risk Insur.* **78**(3), 519-550 (2011)
- Jensen, M.C.: The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *J. Finance* **48**(3), 831-880 (1993)
- Jiraporn, P., Kim, Y.S., Davidson III, W.N.: Multiple directorships and corporate diversification. *J. Empir. Finance* **15**(3), 418-435 (2008)
- Klein, A.: Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *J. Account. Econ.* **33**(3), 375-400 (2002)
- Larcker, D.F. Richardson, S.A., Tuna I.: Corporate Governance, accounting outcomes, and organizational performance. *Account. Rev.* **82**(4), 963-1008 (2007)
- Liu, G., Sun, J.: Director tenure and independent audit committee effectiveness. *Int. Res. J. Finance Econ.* **51**, 176-189 (2010)
- Mayers, D., Shivdasani, A., Smith, C.W.: Board composition and corporate control: evidence from the insurance industry. *J. Bus.* **70**(1), 33-62 (1997)
- Mayers, D., Smith, C.W.: Executive compensation in the life insurance industry. *J. Bus.* **65**(1), 51-74 (1992)
- Mayers, D., Smith, C.W.: Compensation and board structure: evidence from the insurance industry. *J. Risk Insur.* **77**(2), 297-327 (2010)
- Milidonis, A., Stathopoulos, K.: Do U.S. insurance firms offer the “wrong” incentives to their executives? *J. Risk Insur.* **78**(3), 643-672 (2011)
- Piotroski, J.D., Roulstone, D.T.: The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *Account. Rev.* **79**(4), 1119-1151 (2004)
- Sah, R.K., Stiglitz, J.E. The quality of managers in centralized versus decentralized organizations. *Q. J. Econ.* **106**(1), 289-295 (1991)

- Vafeas, N.: Board meeting frequency and firm performance. *J. Financial Econ.* **53**(1), 113-142 (1999)
- Vafeas, N.: Length of board tenure and outside director independence. *J. Bus. Finance Account.* **30**(7/8), 1043-1064 (2003)
- Wang, J.L., Jeng V., Peng, J.L.: The impact of Corporate Governance structure on the efficiency performance of insurance companies in Taiwan. *Geneva Pap.* **32**(2), 264-282 (2007)
- Xie, B., Davidson III, W.N., DaDalt, P.J.: Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *J. Corp. Finance* **9**(3), 295-316 (2003)
- Yermack, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *J. Financial Econ.* **40**(2), 185-211 (1996)