



August 2020

# CIO Special



Das „G“ in ESG:  
Governance – eine Frage des Gleichgewichts



# Inhalt

Autoren:  
Markus Müller  
Globaler Leiter CIO Office

Dr. Alex Kusen  
Investment Officer

---

01	Einleitung	S.3
02	Unternehmensführung: Eine kurze Historie	S.5
03	Wie sich Governance-Schwerpunkte verlagern Box 1: Governance und Erhaltung/Konservierung	S.8
04	Die Folgen für Unternehmen und Investitionen Box 2: Unternehmensführung: Die Erfahrung in deutschen Familienunternehmen	S.10
05	Governance & Coronavirus	S.15
06	Fazit	S.16

---



Bitte den QR-Code benutzen,  
um weitere Publikationen  
von Deutsche Bank Wealth  
Management aufzurufen.

# 01

## Einleitung

Christian Nolting  
Globaler CIO

Unternehmensführung („Corporate Governance“) befasst sich mit der Funktionsweise von Unternehmen. Der historische Schwerpunkt liegt dabei auf den Wechselwirkungen mit anderen Unternehmen, Regierungen und Kunden. Mittlerweile hat sich dieser Schwerpunkt zunehmend in Richtung Umwelt, Soziales und Governance („ESG“) verschoben, sodass das Konzept der Corporate Governance auch die Wechselwirkungen von Unternehmen mit Umwelt und Gesellschaft im weitesten Sinne umfasst. (Im vorliegenden Bericht nehmen wir mit dem Begriff „Governance“ Bezug auf die Organisation von Unternehmensbereichen; normalerweise bezieht er sich auch auf die politische Steuerung.)

Der Schwerpunkt der Unternehmensführung hat sich im Laufe der Zeit immer wieder weiterentwickelt, wie die Historie über die Entwicklung der letzten vierhundert Jahre zeigt (Seite 5). Jetzt stehen allerdings möglicherweise rasante Veränderungen an. Der zunehmende Trend hin zur Berücksichtigung staatlich gelenkter Tätigkeiten in der Unternehmensführung hat ihren Einzugsbereich bereits ausgeweitet, wie wir vorstehend festgestellt haben. So gilt die Governance längst nicht mehr nur als passive Ermutigung – und Überprüfung – einer besseren Umweltpraxis („E“ = Environment = Umwelt). Sie kann vielmehr eine aktive Rolle bei Erhaltung, Konservierung sowie bei der Verbesserung der Biodiversität einnehmen.

Die weltweite Reaktion auf die Coronavirus-Pandemie könnte den Anwendungsbereich der Governance sogar noch weiter vergrößern. Wie wir in zwei früheren Sonderberichten festgestellt haben (zuletzt in: New growth realities – Embracing “kairos“), wird es in der öffentlichen Debatte zunehmend mehrere Faktoren geben. Staatliche Unterstützung im Zuge der Coronavirus-Pandemie, der Wunsch nach Veränderung und der desolante Zustand der Staatsfinanzen könnten den Fokus unter anderem auf Besteuerung, Verwaltung von geistigem Eigentum und Arbeitsrecht verlagern. Governance („G“) bietet dabei die Möglichkeit, mit sozialen („S“) Aspekten umzugehen. Darauf gehen wir in Kapitel 5 genauer ein.

Ein weiterer Trend besteht darin, dass Beschränkungen der Geschäftstätigkeit von Unternehmen durch Versuche ergänzt werden, sie auf bestimmte Zielvorgaben auszurichten. Diese Ziele können entweder mit den Entwicklungszielen multilateraler Institutionen oder mit branchenspezifischen Vorgaben verknüpft sein, die von Interessensgruppen oder anderen Organisationen vorgegeben werden. Hier spielt die Informationstechnologie durch den verbesserten Zugang zu Unternehmensinformationen (sowohl für Verbraucher als auch für Investoren) eine entscheidende Rolle und trägt darüber hinaus zu einer Erleichterung der Governance-Debatte bei. Technologie verbessert (insbesondere durch die Bereitstellung größerer und besserer Datensätze) die umfassende Transparenz in Bezug auf Governance-Themen sowie in Bezug auf soziale und ökologische Belange.

---

Der Schwerpunkt der Unternehmensführung hat sich im Laufe der Zeit weiterentwickelt – und die weltweite Reaktion auf die Coronavirus-Pandemie könnte ihren Anwendungsbereich noch weiter vergrößern.

---

Was bedeutet das für Investoren? Sie sollten, ebenso wie Unternehmen und Regierungen, anerkennen, dass sich die Themenkreise der Unternehmensführung mit der Zeit weiterentwickeln und wahrscheinlich zunehmend auch die Themen Soziales und Umwelt umfassen dürften. Damit wird ESG zu einem integrierten Konzept, wobei diese Entwicklung durch die Coronavirus-Pandemie noch beschleunigt werden dürfte. Die Beurteilung der Governance erfordert dabei einen engagierten und detaillierten Ansatz, der mögliche Probleme und Chancen antizipiert bzw. berücksichtigt. All dies erfordert ein Gleichgewicht bei der Abwägung von Wettbewerbsthemen und Prioritäten auf Projekt-, Unternehmens- und Branchenebene. Die Unternehmensführung muss generell auch gegen umfassendere soziale und ökologische Belange abgewogen werden, um zu annehmbaren ESG-Lösungen zu gelangen.

Dieser Bericht schließt eine Reihe von drei Berichten ab, in denen die Hauptthemen im Zusammenhang mit „E“, „S“ und „G“ beleuchtet werden. In künftigen Berichten werden wir uns eingehender mit zugrundeliegenden Themen (zu denen beispielsweise die Biodiversität und die Rolle der Weltmeere gehören würden) sowie mit den allgemeinen Auswirkungen auf Anlagen befassen.



# 02

## Unternehmensführung: Eine kurze Historie

Vor zwanzig Jahren hätten Anleger die Unternehmensführung als ein Thema erachtet, bei dem es ausschließlich darum geht, wie Unternehmen sich selbst verwalten (z.B. Management-Strukturen und Finanzberichtswesen) und wie dies die Wechselwirkungen mit anderen Unternehmen und dem Staat beeinflusst.

Heute steht allerdings sehr viel mehr dahinter. Inzwischen geht es auch darum, wie Unternehmen generell mit ihrer Umgebung in Wechselwirkung treten (z.B. bei Umweltthemen). Dies geht über den Unternehmenssektor hinaus, und es geht auch darum, wie Regierungen mit unternehmerischen und natürlichen Ressourcen umgehen (z.B. den Weltmeeren). Damit hat die Unternehmensführung jetzt neben einer unternehmerischen nun auch eine ökologische sowie eine soziale Komponente. Unternehmensführung ist ein komplexes Thema, zeichnet sich aber im Wesentlichen durch zwei Ansätze aus. Zum einen gibt es den „Top Down“-Ansatz, der versucht, ineffizienten Märkten durch staatliche Intervention entgegenzuwirken (z.B. durch eine so genannte Pigou-Steuer, um negative Externalitäten auszugleichen). Und zum anderen gibt es den „Bottom Up“-Ansatz, der auf das Verhalten einzelner Unternehmen ausgerichtet ist. In diesem Bericht konzentrieren wir uns auf den zweiten Ansatz.

Die Bedeutungsänderung des Governance-Begriffs sollte uns nicht überraschen. Die Unternehmensführung hat sich dahingehend geändert, dass sie die unmittelbaren Belange der aktuellen Zeit angeht. Die Geschichte der Unternehmensführung (Thema dieses Berichts, im Gegensatz zu politischer Steuerung) reicht viele hundert Jahre zurück, bis zu den Handwerkszünften des Mittelalters und sogar davor. In der frühen Neuzeit lässt sie sich mit dem Wunsch verknüpfen, die Tätigkeiten der großen privaten Handelsgesellschaften des 17. und 18. Jahrhunderts zu kontrollieren und davon zu profitieren. Danach geht es vorwiegend um die Schwerpunkte Monopol und Finanzpraxis – und in jüngerer Zeit um Umwelt und soziale Themen. Aus Gründen der Klarheit unterteilen wir diese Historie in sechs Perioden (siehe Abbildung 1).

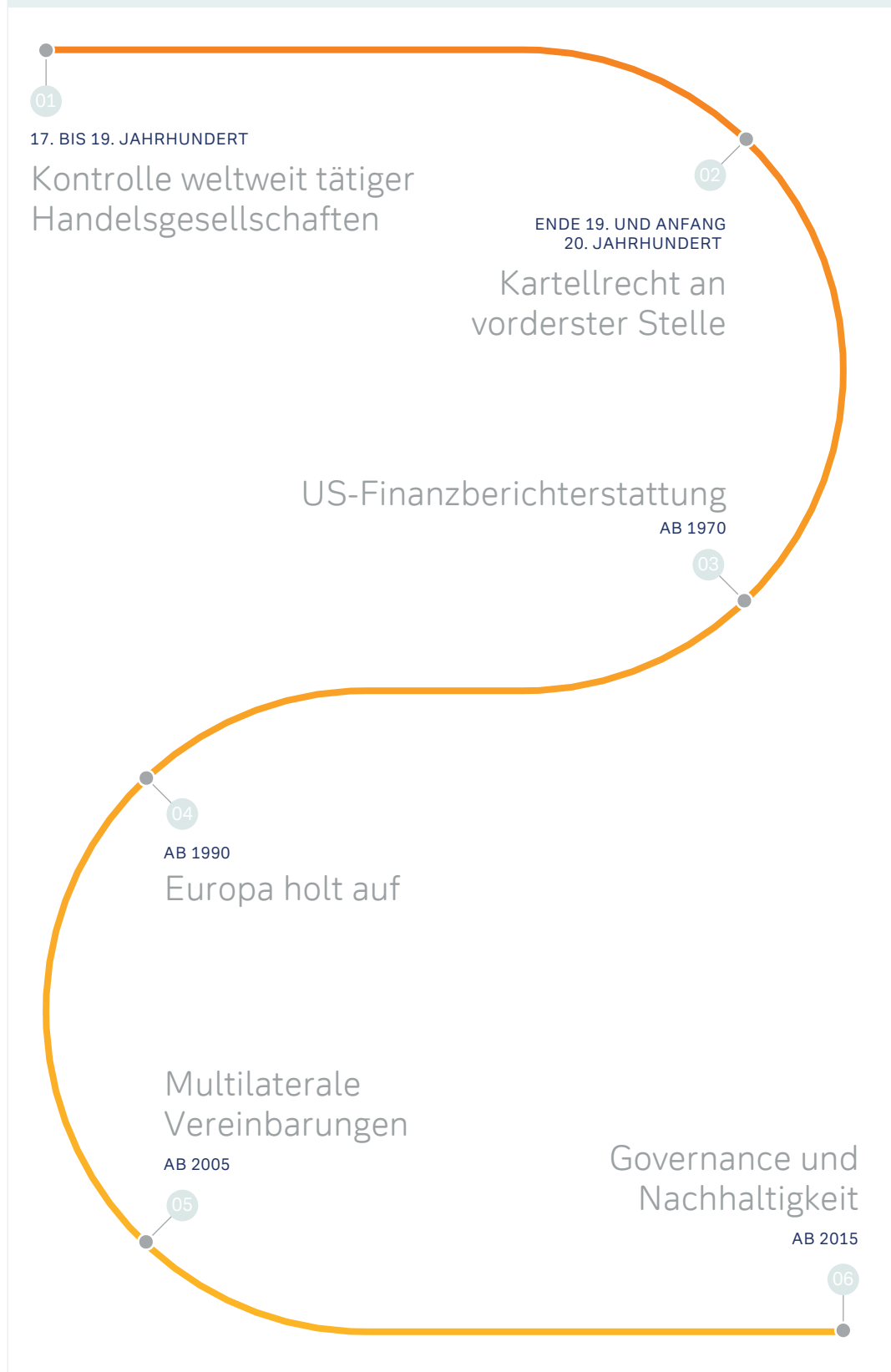
**01** 17. bis 19. Jahrhundert: Kontrolle der neuen globalen Handelsgesellschaften. Einer der ersten dokumentierten Handelsdispute (und ein sehr bekanntes Beispiel) betraf 1609 die Dutch East India Company. Während des 17. bis 19. Jahrhunderts sah sich die British East India Company mit einer Reihe von Gesetzen des britischen Parlaments konfrontiert, mit denen ihr Einfluss beschnitten werden sollte, da die veränderten politischen und wirtschaftlichen Bedürfnisse Großbritanniens, zunehmend auch im Rahmen des Freihandels, einen weniger monopolistischen Ansatz erforderten. Die Hudson's Bay Company und die Levant Company sind weitere Beispiele für Handelskompanien („Chartered Companies“), die mit veränderten staatlichen Prioritäten konfrontiert waren.

**02** Ende 19. und Anfang 20. Jahrhundert: US-amerikanische und sonstige Kartellgesetze. Mit Gesetzen wie Sherman Antitrust Act (1890), Federal Trade Commission Act und Clayton Act (1914) sollte der Einfluss dominierender Unternehmen im Land unter Kontrolle gebracht werden. Mit der Zeit verlagerte sich der Fokus auf spezifische Aspekte des unternehmerischen Verhaltens und auf die allgemeinere Sorge, den Schutz der Verbraucher sicherzustellen, obwohl Monopole erneut zum politischen Thema wurden (z.B. in digitalen Märkten). Auch die Gründung der Europäischen Gemeinschaft 1957 und ihre nachfolgende Entwicklung brachte umfassende Kartellgesetze mit sich, um die Verwirklichung eines „gemeinsamen Marktes“ zu ermöglichen, allerdings mit unterschiedlichen Zielen und Belangen.

- 03 Ab 1970: Unternehmensführung vor dem Hintergrund einer Verschlechterung der globalen Wirtschaft. Der Schwerpunkt verschob sich hin zu Finanzberichterstattung und Finanzvergehen, wobei die Securities and Exchange Commission (SEC) in den 1970er Jahren ihr besonderes Augenmerk auf die Unternehmensführung richtete. Der Begriff „Corporate Governance“ erschien erstmals im Federal Register, dem Amtsblatt der amerikanischen Bundesregierung. Versuche, Finanzprobleme durch bessere interne Führungsstrukturen zu lösen – z.B. Prüfungsausschüsse, Nominierungsausschüsse und Vergütungsausschüsse sowie externe Direktoren – verloren nach dem Rechtsruck in den 1980er Jahren an Bedeutung. Dafür umfasste der Sarbanes-Oxley Act von 2002 viele der wichtigsten Elemente, die bereits im Gespräch gewesen waren (z.B. Aufsichtsräte, unabhängige Prüfer und Offenlegung der Finanzen).
- 04 Ab 1990: Europäische Aufrüstung in Sachen Unternehmensführung. Großbritannien gehörte mit dem Cadbury Report von 1992 als treibende Kraft zu den Vorreitern und arbeitete Empfehlungen für die Aufstellung von Unternehmensvorständen und das Rechnungswesen aus. Darauf folgten im Lauf des Jahrzehnts weitere Berichte, die zusammen im Wesentlichen den UK Corporate Governance Code (vormals: the Code) bildeten. Zwischenzeitlich wurde 2002 auch der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) verabschiedet. Zusätzlich zur Vorstellung wesentlicher gesetzlicher Bestimmungen zum Thema Unternehmensführung und Veröffentlichungspflichten enthält der Kodex zahlreiche Empfehlungen und Anregungen für die Verwaltung und Überwachung börsennotierter Gesellschaften.
- 05 Ab 2000: Zunehmende Einbeziehung multilateraler und regionaler Organisationen. Die OECD legte ihre Ansichten in ihren Grundsätzen zur Unternehmensführung (1999, 2004 und 2015) dar, mit einem besonderen Fokus auf Entwicklungsländer. Die Europäische Union stellte 2003 ihren Aktionsplan „Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union – Ein Plan für die Zukunft“ vor, der auf der Errichtung eines gemeinsamen Marktes basierte. Es folgten weitere Grundsatzserklärungen wie die EU-Transparenzrichtlinie (2013) oder die EU-Richtlinie über die Offenlegung nicht-finanzieller Informationen (2014).
- 06 Ab 2015: Governance- und Nachhaltigkeitsziele. Auf die Initiativen der Vereinten Nationen in den 1970er und 1980er Jahren folgten 1992 der Umweltgipfel in Rio de Janeiro und 2012 die Nachhaltigkeitskonferenz der Vereinten Nationen. Dies führte zu den Zielen für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen (SDG) für 2030, die 2015 von der Generalversammlung der Vereinten Nationen ratifiziert wurden. Das Interesse von Unternehmen an nachhaltiger Entwicklung wurde durch den World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) weiter konkretisiert, einer von Unternehmern geleiteten Organisation von über 200 internationalen Unternehmen, die 1995 gegründet wurde.

Abbildung 1: Entwicklung der Unternehmensführung

Quelle: Deutsche Bank Internationale Privatbank. Stand: 1. Juli 2020.



In Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im Asien-Pazifik-Raum gelten diese Unterlagen als Marketing-Material, nicht aber in den USA. Es kann keine Zusicherung dahingehend abgegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können. Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Der Wert von Anlagen kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko.



# 03

## Wie sich Governance-Schwerpunkte verlagern

Mit der Weiterentwicklung der Governance wurde eine übergreifende Verlagerung der Schwerpunkte immer offensichtlicher: eine Verschiebung von Kontrolle hin zu Handlungsempfehlungen.

Historisch basierte die Governance auf dem Wunsch, einige Vorteile aus den Aktivitäten dominanter großer internationaler Handelsunternehmen zu ziehen, bevor sich der Schwerpunkt vor etwas mehr als einem Jahrhundert auf die Gefahr von Monopolen für Verbraucher auf den Inlandsmärkten verlagerte. In den 1970er Jahren verlagerte sich der Schwerpunkt der Unternehmensführung zunehmend hin zur Schadensbegrenzung für Aktionäre oder andere Unternehmen auf Grund von finanziellen oder sonstigen Verfehlungen.

Inzwischen gewann aber ein zweiter Bereich der Governance zunehmend an Bedeutung. Der Wunsch nach Kontrolle wird inzwischen von dem Wunsch begleitet, Unternehmen (und Regierungen) an Ziele heranzuführen, von denen viele im Umweltspektrum angesiedelt sind. Die Coronavirus-Pandemie beschleunigt diese Entwicklung möglicherweise zusätzlich, falls die grundlegenden Ursachen als ökologisch erachtet werden (d.h. Virusübertragung durch Zoonosen).<sup>1</sup>

Der Wunsch nach Handlungsempfehlungen kommt dabei nicht nur von Einzelpersonen und Interessengruppen, sondern auch von multilateralen und regionalen Organisationen mit langfristigen sozialen oder ökologischen Zielen.

Aus Sicht des Unternehmens stellt sich die Frage, wie man diese beiden Bereiche am besten in Einklang bringt: Auch hier liegt die Antwort in der so genannten „Good Governance“.

Der Einzugsbereich der Unternehmensführung wird außerdem bestimmt durch das, was erreichbar ist. Eine transparentere Finanzberichterstattung ermöglichte im 20. Jahrhundert eine detailliertere interne und externe Governance. Inzwischen hat die Informationstechnologie den Prozess der Transparenz noch weiter vorangebracht. Durch die Bereitstellung eines besseren (wenn auch noch unvollständigen) Zugangs zu Informationen hat die Technologie sowohl das Interesse von Verbrauchern und Anlegern für Governance-Themen als auch ihre Fähigkeit, das Geschehen besser einordnen zu können, erhöht. Technologie bedeutet, dass Transparenz innerhalb von Unternehmen, aber auch extern im Zusammenhang mit der Unternehmensführung („G“) ebenso wichtig ist wie mit Umweltaspekten („E“) und sozialen Belangen („S“). Derzeit wird die externe Transparenz durch diverse Datenanbieter begrenzt, die in ihrer Beurteilung unterschiedliche Governance-Maßstäbe ansetzen.

---

Historisch basiert Governance auf dem Wunsch, bestimmte Unternehmenstätigkeiten einzuschränken. Nun besteht auch der Wunsch, Unternehmen auf bestimmte Zielvorgaben einen Leitfaden bereitzustellen.

---

<sup>1</sup> Umweltzerstörung wird allgemein als begünstigender Faktor für Zoonosen angesehen, weil die Verringerung der Artenvielfalt dazu führen kann, dass sich „universelle“ Krankheiten in den entstehenden ökologischen Nischen ausbreiten. Das bedeutet, dass „Artenbarrieren“ zwischen Mensch und Tier ihre Hindernisfunktion einbüßen und es schneller zu einer Krankheitsübertragung kommen kann. Nähere Einzelheiten in Sommer (2020) und WHO (2020).

Box 1

## Governance und Erhaltung/Konservierung

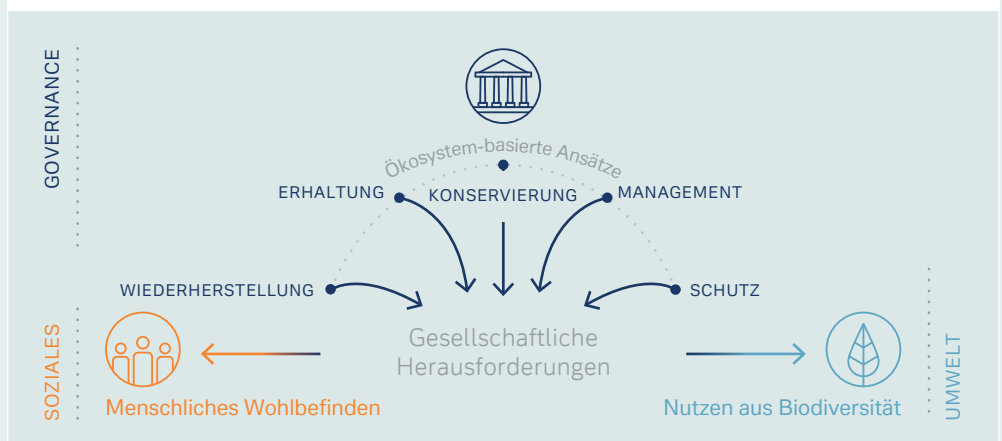
Das Governance-Konzept wurde auf die Erhaltung und die Konservierung der natürlichen Umgebung ausgedehnt. Dies ist kein komplett neues Konzept: Naturparks in vielen Ländern wurden jahrzehntelang (in unterschiedlicher Weise) von Regierungen verwaltet.

Die Geschwindigkeit der Umweltzerstörung führt jedoch häufig zu einem verstärkt interventionistischen Ansatz, oft aus wirtschaftlichen Gründen. Man denke nur an die „Blue Economy“: Der Wert der Ozeane wird von der OECD auf 24 Billionen USD geschätzt, und es gibt berechtigte Sorgen mit Blick auf Fischbestände und andere Themen. Eines der Nachhaltigkeitsziele der UNO (SDG) betrifft das „Leben unter Wasser“ und eine bessere Governance ist erforderlich, um angemessene spezifische Rechte an natürlichen Ressourcen durchzusetzen. In diesem Rahmen muss sich die Unternehmensführung mit Themen wie der so genannten „Tragik der Allmende“ auseinandersetzen, in der Anreize für einzelne Akteure (z.B. Fischer) gegen die Belange der Allgemeinheit (Erhaltung) gehen. (Erhaltung, um die langfristige Versorgung mit ausreichend Nahrungsmitteln zu ermöglichen.)

Laut dem britischen Dasgupta Review, dem Zwischenergebnis einer Studie über die Ökonomie der Biodiversität unter Leitung von Professor Sir Partha Dasgupta, kann dies als Problem der Vermögensverwaltung angesehen werden, weil das natürliche Kapital dem produzierten Kapital (Straßen, Gebäude usw.) und dem Humankapital (Wissen, Fähigkeiten usw.) untergeordnet wird. Zusätzlich ist die Natur ein Vermögenswert, der regenerative Renditen abwirft, die deutlich höher sind als eng definierte wirtschaftliche Vermögenswerte. Das Versagen der Institutionen ist einer der Gründe dafür, dass wir die Biosphäre überstrapaziert haben, und das zeigt sich am Vorhandensein diverser Externalitäten (wirtschaftliche Auswirkungen, die nicht vollständig auf die Marktpreise umgelegt sind). Das liegt daran, dass die Natur allen offen steht und frei nutzbar ist und dass es oft nur begrenzte Anreize gibt, um die Nachfrage zu drosseln und Überkonsum und Misswirtschaft zu vermeiden. So haben Studien gezeigt, dass eine veränderte Landnutzung als treibende Kraft für neu entstehende Infektionskrankheiten festgestellt wurde. Die Folgen von illegalem Wildtierhandel für die Artenvielfalt und ihren Verlust sind ein weiteres Beispiel. Deshalb sollte Governance eine Schlüsselrolle spielen bei der Frage, wie wir unsere natürlichen Ressourcen am besten verwalten können. Angesichts der aktuellen Krise sollten wir darüber nachdenken, wie wir nachhaltigen, wirtschaftlichen Wohlstand erreichen können.

Abbildung 2: Auswirkung der Governance auf Erhaltung/ Konservierung

Quelle: IUCN, Deutsche Bank Internationale Privatbank. Stand: 1. Juli 2020.



# 04

## Die Folgen für Unternehmen und Investitionen

Governance-Informationen werden schon länger erfasst als Umwelt- oder Sozialdaten, und über die Kriterien für Governance wurde aus der akademischen Sicht, aber auch mit Blick auf Anlageperspektiven umfassend diskutiert. Generell gilt, dass gut geführte Unternehmen mit einer besseren Performance aufwarten. Laut einer Studie<sup>2</sup>, die eine Auswahl von 1.500 Unternehmen in den 1990er Jahren analysierte, haben Unternehmen mit besseren Aktionärsrechten einen höheren Firmenwert, höhere Gewinne und ein höheres Umsatzwachstum, obwohl spätere Untersuchungen darauf hinweisen, dass sich diese Beziehung in den 2000er Jahren abschwächte.

Wie immer bei solchen Studien variiert der Kontext, mit dem die Unternehmen konfrontiert sind, sodass die Ergebnisse möglicherweise nicht eindeutig sind. Governance wird durch eine Mischung aus Strukturen und Mechanismen in einem Unternehmen bestimmt, und es gibt akademische Theorien, um sie zu beschreiben: Die Agenten-Theorie (die Interessen aller Beteiligten werden gewahrt), die Stakeholder-Theorie (Informationen werden an alle Beteiligten ausgegeben und jeder hat die Möglichkeit, Meinungen und Kritik öffentlich zu äußern) und die Stewardship-Theorie (Schutz der Interessen des Unternehmens und Erreichen gemeinsamer Ziele durch Engagement). In diesem Zusammenhang können die Ziele ergänzend oder gegensätzlich sein.

Auch das Verhalten von Unternehmen kann aus unterschiedlichen Blickwinkeln beleuchtet werden, mit Blick auf Geschäftsethik (Verhaltenskodex), wettbewerbsfeindliche Praxen (die sowohl auf strukturelle Probleme innerhalb eines Unternehmen hinweisen als auch zu unmittelbaren rechtlichen Problemen führen kann), steuerliche Transparenz (die in der Lage sein muss, der Prüfung durch Stakeholder und Regulierungsinstanzen standzuhalten), Korruption und Instabilität und schlussendlich die Governance einzelner Unternehmen vor dem Hintergrund des allgemeinen Finanzsystems.

Akademische Studien versuchen, sich auf Themenkreise zu konzentrieren, die in puncto Analyse und Daten zu bewältigen sind. Im Hinblick auf die Unternehmensführung können diese in unterschiedlichen Kombinationen ausgewählt werden, umfassen jedoch in der Regel:

**Vielfalt in den Leitungsorganen:** Studien haben gezeigt, dass Unternehmen in komplexen Umfeldern bessere Renditen erwirtschaften, wenn die Vielfalt gewährleistet ist – und zwar geschlechtlich, demografisch, kulturell oder bei der Nationalität.<sup>3</sup> Auch die Überwachungsmechanismen dieser Aspekte können die Performance verbessern.<sup>4</sup>

**Unabhängigkeit der Vorstandsmitglieder:** Die Objektivität und die Fähigkeit von Vorständen verbessert sich mit einer größeren Anzahl unabhängiger (d.h. nicht interner) Vorstandsmitglieder<sup>5</sup>, ebenso wie die Ressourcenallokation.<sup>6</sup> Allerdings sagt die Anzahl der Mitglieder allein nicht unbedingt etwas über ihre Fachkenntnisse zu Nachhaltigkeitsaspekten wie sozialen oder Umweltproblemen aus.<sup>7</sup>

**Managergehälter:** Aktienoptionen können langfristige Anreize für nachhaltige Wertschöpfung und finanzielle Leistungsfähigkeit sein. Interessant ist auch das Ansetzen nicht-finanzieller Kriterien (z.B. Umweltanreize), um die langfristigen Bezüge festzulegen und regulatorische Anforderungen zu erfüllen, allen voran in Unternehmen, deren Tätigkeit die Umwelt belastet.<sup>8</sup>

<sup>2</sup> Siehe Gompers et al. (2003).

<sup>3</sup> Zum Beispiel Fancouer et al. (2008) und Campbell und Minguez-Vera (2008).

<sup>4</sup> Siehe Mallin et al. (2013) für weitere Einzelheiten.

<sup>5</sup> Siehe Kock et al. (2012) oder Mallin et al. (2013).

<sup>6</sup> Siehe Andres-Alonso et al. (2012) und Bozec et al. (2010).

<sup>7</sup> Siehe Walls et al. (2012).

<sup>8</sup> Nähere Einzelheiten, siehe Rodrigue et al. (2013) oder Beronne und Gomez-Mejia (2009).

**Merkmale eines CEO:** In diesem Bereich weist die Forschung in unterschiedliche Richtungen. Eine Studie hat damit argumentiert, dass Unternehmen, in denen der CEO zugleich Vorstandsvorsitzender ist, stabiler sind<sup>9</sup>, aber dies widerspricht der gängigen Sichtweise (beispielsweise im britischen Cadbury Report, siehe oben). Andere Studien legen nahe, dass eine Verknüpfung dieser Ämter mit Risiken<sup>10</sup> oder einer Schwächung der Aufsichtsfunktion des Vorstands<sup>11</sup> behaftet sein könnte.

**Aufsicht:** Die Governance gewinnt bei Marktturbulenzen an Bedeutung (darauf gehen wir im nächsten Abschnitt genauer ein, auch mit Blick auf die Coronavirus-Pandemie). Einige Studien weisen darauf hin, dass ein Zusammenhang zwischen besserer Aufsicht, die anhand der Häufigkeit der Vorstandssitzungen gemessen werden kann<sup>12</sup>, und höherer Performance besteht, wobei Transparenz der entscheidende zugrunde liegende Faktor sein dürfte.

**Eigentümerstruktur:** Der Nachweis ist hier nicht eindeutig. Studien stellen fest, dass sich institutioneller Besitz auf strategische Entscheidungen auswirken kann.<sup>13</sup> Werden aber auch Anlagehorizonte und andere Faktoren berücksichtigt, können andere Eigentümerstrukturen eine bessere Performance aufweisen.<sup>14</sup> Möglicherweise besteht die wichtigste Schlussfolgerung darin, dass Eigentümerstrukturen und Zielvorgaben aufeinander abgestimmt sein müssen. Wir befassen uns mit den Aspekten deutscher Familienunternehmen unten in Box 2.

**Rechnungswesen:** Unternehmensführung und Rechnungswesen gehen Hand in Hand, aber die Standards zwischen Ländern und Regionen sind sehr unterschiedlich, und damit auch Aktienrenditen, Firmenwert und Betriebsleistung, wie durch zahlreiche Studien bestätigt wird.

Studien können auch einen Eindruck von den Unterschieden in der Governance zwischen Ländern und Branchen vermitteln. Eine Analyse<sup>15</sup> identifiziert drei Hauptgründe für die unterschiedlich starke Ausprägung der Unternehmensführung in verschiedenen Ländern: Eigentümerstruktur, Stakeholder-Ausrichtung und institutionelles Umfeld. Andere Studien haben sich beispielsweise mit den Folgen der Aktionärskonzentration<sup>16</sup> oder mit den Vorteilen und Fehlanreizen chinesischer Unternehmen in Staatsbesitz (SOEs) befasst. Der Einzugsbereich dieser Studien ist riesig: Abbildung 3 enthält erste, vereinfachte Anhaltspunkte auf die untersuchten Themengruppen.

Vergleicht man die Governance zwischen Branchen, weisen Studien, wie vermutet, darauf hin, dass sich Governance nicht nur innerhalb einzelner Sektoren unterscheidet, sondern auch von der Unternehmensgröße und dem Unternehmenswert beeinflusst wird, wobei Unternehmen mit einer besseren Governance auch bessere Finanzkennzahlen aufweisen.<sup>17</sup> Andere Studien<sup>18</sup> kommen ebenfalls ohne Überraschung zu dem Schluss, dass Governance-Strukturen notwendig sind, um die Umwelt zu schützen und Ressourcen effizient zu nutzen.

Was können wir daraus schließen? Der erste Punkt ist, dass dies komplexe Themen sind, so dass es nicht überraschen sollte, wenn Studien mit bisweilen widersprüchlichen Ergebnissen aufwarten – dabei spielen viele Variablen mit herein. Der zweite Punkt ist, dass solche Studien von Haus aus die Vergangenheit beleuchten und deshalb möglicherweise nicht die Umwelt und soziale Faktoren berücksichtigen, die einen zunehmenden Einfluss auf die Governance haben, wie vorstehend erläutert. Und drittens gibt es zwar Belege dafür, dass eine gute Governance zu einer besseren langfristigen Anlageperformance führt (siehe z.B. die MSCI-Berechnungen in Abbildung 4), aber die Erträge können in Verbindung mit einer guten ökologischen und sozialen Praxis steigen.

<sup>9</sup> Siehe Iyengar und Zampelli (2009).

<sup>10</sup> Vgl. Galema et al. (2012).

<sup>11</sup> Siehe Tuggle et al. (2010).

<sup>12</sup> Siehe Klijin et al. (2013) für weitere Einzelheiten.

<sup>13</sup> Siehe Ben Amar et al. (2013).

<sup>14</sup> Z.B. siehe Anderson und Reeb (2003).

<sup>15</sup> Siehe Khan (2019).

<sup>16</sup> Siehe Bebchuk und Hamdani 2009.

<sup>17</sup> Siehe In et al. (2017).

<sup>18</sup> Siehe Samimi et al. (2012) oder Walls et al. (2012) für eine umfassende Diskussion.

---

In Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im Asien-Pazifik-Raum gelten diese Unterlagen als Marketing-Material, nicht aber in den USA. Es kann keine Zusicherung dahingehend abgegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können. Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Der Wert von Anlagen kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko.

Abbildung 3: Vier Elemente des Governance-„Getriebes“

Quelle: Deutsche Bank Internationale Privatbank. Stand: Juli 2020.

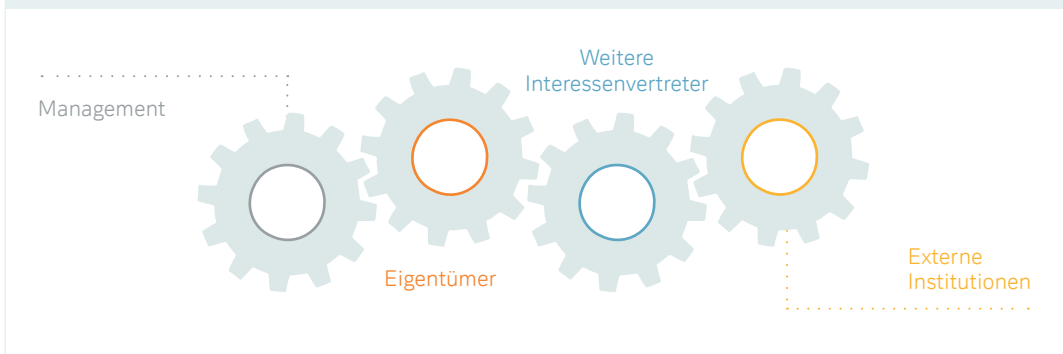
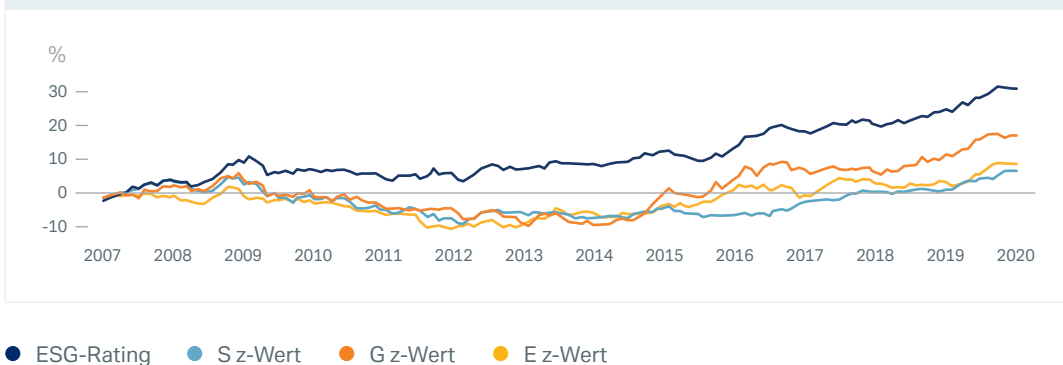


Abbildung 4: Governance und Aktien-Performance

Quelle: MSCI ESG Research LLC, Deutsche Bank Internationale Privatbank. Stand: 15. Juni 2020. Diese Abbildung zeigt das Quintil mit der besten Performance (Q5) abzüglich des Quintils mit der schlechtesten Performance (Q1) für das ESG-Gesamtrating und das Rating für jeden einzelnen Aspekt (E, S und G) für den MSCI World Index (in Landeswährung). Der z-Wert ist eine numerische Messung, die das Verhältnis eines Wertes zum Mittelwert einer Wertegruppe beschreibt (als Standardabweichung vom Mittelwert).



In Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im Asien-Pazifik-Raum gelten diese Unterlagen als Marketing-Material, nicht aber in den USA. Es kann keine Zusicherung dahingehend abgegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können. Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Der Wert von Anlagen kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko.

Box 2

## Unternehmensführung: Die Erfahrung in deutschen Familienunternehmen

Professor Dr. Nadine Kammerlander (WHU – Otto Beisheim School of Management)

Während die Forschung generell bestätigt, dass klar festgelegte Governance-Regeln das Vertrauen der Anleger und letztendlich den Marktwert des Unternehmens erhöhen (Newell und Wilson, 2002; Picou und Rubach, 2006), gibt es auch kritische Stimmen (Cuervo, 2002 und Sonnenfeld, 2004). So hat beispielsweise Dehnen (2019) die „One size fits all-Attitüde“ des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) kritisiert.

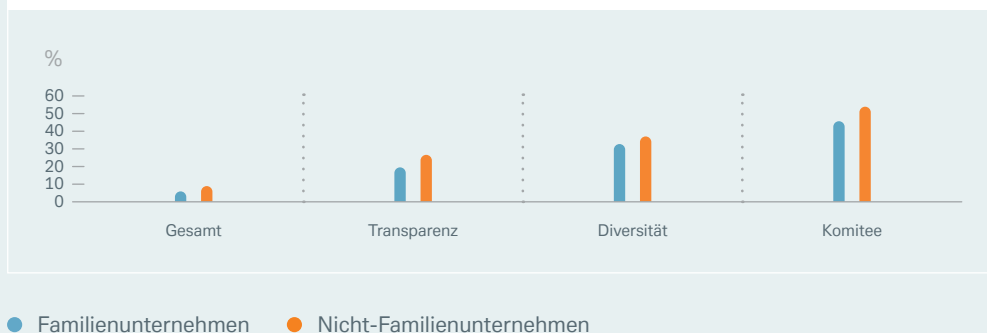
Ich gehe davon aus, dass die Vernachlässigung einer guten Unternehmensführung betrieblicher Nachlässigkeit und Ausbeutung Tür und Tor öffnet und dadurch den nachhaltigen und langfristigen Erfolg eines Unternehmens gefährdet. Governance-Mechanismen sind daher von größter Bedeutung für alle Eigentümer, Vorstände und die Geschäftsleitung. Ich glaube aber, dass es einen Diskussionsbedarf darüber gibt, wie gute Unternehmensführung genau auszusehen hat und wie Regelungen angewendet werden sollten. Um dies besser zu verstehen, befassen wir uns hier mit Familienunternehmen.

Häufig werden Familienunternehmen und ihre Governance von Experten belächelt. Sie gilt als zu stark auf den Eigentümer fokussiert und birgt daher Begleitrisiken durch Machtkonzentration und Nachfolgeregelungen. Aber haben die Menschen recht, so skeptisch zu sein? In der Wissenschaft gibt es hierzu seit vielen Jahren lange, intensive Debatten, ob Familienunternehmen nun einen höheren oder niedrigeren Unternehmenserfolg an den Tag legen als andere Unternehmen (O’Boyle et al., 2012). Vielfach wird auf Grund der oben genannten Schwierigkeiten, sowie wegen des Fokus auf nichtfinanzielle Ziele, ein schlechteres Ergebnis erwartet. Zumindest für die deutschen, börsennotierten Unternehmen zeigt sich jedoch das Gegenteil.

Etwa ein Drittel der gelisteten Unternehmen in Deutschland können als „Familienunternehmen“ bezeichnet werden. Auch in der Krise wird Familienunternehmen auf Grund ihrer Langzeitorientierung eine besondere Resilienz zugeschrieben. Als Argumente für eine bessere Führung von Familienunternehmen werden unter anderem die Langfristigkeit, die Unternehmenskultur, das Vertrauen von Mitarbeitenden und Partner sowie das Commitment der Unternehmerfamilie genannt. Wie aber sieht es mit „Good Governance“ in börsennotierten Familienunternehmen aus?

Abbildung 5: Anteil der Firmen mit vollständiger Compliance zum DCGK

Quelle: WHU – Institute of Family Business, 2018. Konformität deutscher Familien- und Nicht-Familienunternehmen mit dem DCGK mit Blick auf vier Dimensionen von 2012 bis 2016.



Isabelle Arndt vom WHU Institute of Family Business zeigt eine relativ hohe Anzahl von „Abweichungen“ für diesen Unternehmenstypus im Vergleich zu anderen börsennotierten Gesellschaften auf (siehe Abbildung 5). Anders ausgedrückt halten sich Familienunternehmen seltener an die Vorgaben des DCGK. Kann man hier trotzdem von einer „Good Governance“ sprechen?

Aus meiner langjährigen Beobachtung von Familienunternehmen meine ich „im Prinzip ja“. Die Governance von Familienunternehmen kann zuweilen auch als „Personal Governance“ (Kammerlander, 2019) bezeichnet werden. In anderen Worten ausgedrückt: Sind bei den einzelnen Entscheidungsträgern die Kompetenzen, Werte und Haltung derart ausgestaltet, dass ihre Handlungen und Entscheidungen das Wohl des Unternehmens maximieren werden? Behalten die Entscheidungsträger dabei in ihrer Zielfunktion auch weitere Anspruchsgruppen (z.B. Mitarbeiter Umwelt, Region) im Blick? Hier kommt es insbesondere zu einer Verzahnung mit der sozialen und ökologischen Komponente des oft zitierten „ESG“-Dreiecks.

Daneben gibt es noch weitere positive Entwicklungen im Bereich der Familienunternehmen, die in persönliche Governance investieren: Beispielsweise erleben wir einen Trend in Unternehmerfamilien, in gute Ausbildung für die nächste Generation zu investieren – wovon die Unternehmensführung indirekt profitiert. Des Weiteren stellt sich die Frage nach der Sorgfalts- und Treuepflicht. Während der DCKG die Unabhängigkeit der einzelnen Mitglieder im Aufsichtsrat propagiert, sehen wir bei Familienunternehmen häufig eine Verzahnung, da Aufsichtsratsmitglieder zugleich Eigentümer sind, die häufig einen beträchtlichen Anteil des eigenen Vermögens im Unternehmen investiert haben. Die positive Seite der Medaille ist hier, dass sich diese Personen häufig besonders langfristig und besonders intensiv um das Wohlergehen des Unternehmens kümmern und intensiv Zeit dafür einsetzen – insbesondere dann, wenn z.B. auf Grund von Namensübereinstimmung von Firma und Familie, die Identifikation mit dem Unternehmen besonders groß ist. Aber wie lässt sich sicherstellen, dass die Familienmitglieder im Sinne des Unternehmens, bzw. dessen Anspruchsgruppen, entscheiden und nicht zur Eigenwohlmaximierung? Um dies zu erreichen, und um die besten Familienmitglieder in die Gremien zu berufen, greift die Governance von Familienunternehmen häufig auf weitere Regelwerke wie die Familienverfassung zurück. In dieser wird unter anderem geregelt, welche Ausbildung und Kriterien Entscheidungsträger aus der Familie erfüllen müssen – so kann die sprichwörtliche Spreu vom Weizen getrennt werden. All diese Aspekte – Identifikation, Haltung, lebenslanges Lernen und geistige Unabhängigkeit – tragen zur „Good Governance“ in Familienunternehmen bei – und können die Governance von anderen Unternehmen inspirieren.

Ein Blick auf Abbildung 5 zeigt jedoch mögliche Probleme in Verbindung mit Transparenz und Diversität. Die Offenlegung von Entscheidungen, Zahlen und weiteren Fakten widerspricht dem Kontrollbedürfnis von Familienunternehmern und -unternehmerinnen. Diese wollen alle Fäden ziehen und sich nicht von Externen in die Karten schauen lassen. Fehlende Transparenz nach außen geht oft auch mit fehlender Aufbereitung und Verfügbarkeit der Daten intern einher – was wiederum ein schnelles Handeln und Reagieren in Zeiten knapper Liquidität erschwert.

Für alle Unternehmen (nicht nur Familienunternehmen) zeigt sich der Wert einer guten Unternehmensführung in Krisenzeiten. In guten Zeiten kann ein Unternehmen in der Lage sein, seine Schwächen zu kaschieren und trotzdem am allgemeinen Aufschwung teilzunehmen. In der Krise jedoch zeigt sich der Wert von Governance-Strukturen im Allgemeinen und die Stabilität von ausgetüftelten Governance-Mechanismen im Speziellen. Die Governance Mechanismen regeln, wie die Manager überwacht werden – besonders im Krisenfall kann dies entscheidend sein. Ebenfalls ist zu erwarten, dass Führungs- und Aufsichts-Teams, die sich durch Diversität auszeichnen, die Krise besonders gut meistern, da sie besser als nicht-diverse Teams verschiedene Perspektiven betrachten und zu kreativen Lösungen kommen können. Das heißt: Selbst, wenn das Thema „Governance“ auf Grund der aktuellen Krisensituation weniger häufig explizit in den Medien auftaucht, so ist seine implizite Rolle bedeutend wie eh und je. Es ist zu erwarten, dass die aktuelle Situation Unternehmen aufrüttelt und dazu motiviert, sich mit dem Thema „Good Governance“ tiefgründiger auseinanderzusetzen – um zukünftige Herausforderungen in einer volatilen, unsicheren, komplexen und ambiguen Welt besser zu meistern.

# Governance & Coronavirus

Seit Januar hat sich die Auswirkung der Coronavirus-Pandemie von einem auf China konzentrierten Angebotsschock, der die lokalen, aber auch die globalen Lieferketten unterbrach, zu einer weltweiten Erschütterung der Finanzmärkte und zu einem Nachfrageschock gewandelt, weil die Verbraucher weltweit ihren nicht lebenswichtigen Konsum aufgeschoben haben (oder nicht durchführen konnten).

Die Pandemie hat Unternehmen vor zahlreiche Fragen und Herausforderungen gestellt, denen sie sich stellen müssen, um ihre Existenz zu sichern. Zur offenkundigen Verantwortung und zur Entscheidungsfindung gehören die Aufrechterhaltung des Cashflows und die Erfüllung vertraglicher Verpflichtungen, während Mitarbeiter und Kunden geschützt werden sollen.

Generell hat die Pandemie sowohl Einzelpersonen als auch Unternehmen gezwungen, sich über die Art und die Effektivität unserer Governance-Systeme auf Unternehmensebene, aber auch generell mit Blick auf die Steuerung unserer Gesundheitssysteme und unserer komplexen Gesellschaften Gedanken zu machen. Das zentrale Governance-Thema führt dazu, dass Menschen sich von ihrer gewohnten Routine lösen und sich im Namen der öffentlichen Gesundheit und gesellschaftlicher Ziele an (oft herausfordernde) neue Routinen anpassen müssen. Das hat für das operative Geschäft von Unternehmen vielfältige Folgen, beispielsweise für die Lieferketten. Einheimische und internationale Handelstransaktionen sind im Zuge von Produktionsstillständen und Konsumrückgängen drastisch eingebrochen. Unternehmen mussten sich anpassen, um optimierte und diversifizierte Lieferketten einzuführen, die entsprechende Risiken verringern. Infolgedessen werden die Belastbarkeit und die Fähigkeiten zum Krisenmanagement eines Unternehmens inzwischen als entscheidende Elemente der Governance erachtet und sind für die langfristige Performance besonders wichtig.

Diese Krise hat auch gezeigt, dass soziale Normen berücksichtigt werden müssen, wenn es darum geht, bessere Governance-Ansätze in Krisensituationen zu fördern. Das unmittelbarste Beispiel dafür findet sich in unserer sozialen Einstellung zur Gesundheitsversorgung – die von Land zu Land sehr unterschiedlich sein kann, aber zunehmend diskutiert wird. Ein weiteres längerfristiges Beispiel für das, was einige als „öffentliches Gut“ betrachten (verfügbar für alle), ist Bildung. Sich ändernde soziale Normen können Herausforderungen für die Governance zahlreicher Unternehmen schaffen.

Die Unternehmensführung muss auch die sozialen Folgen der Coronavirus-Pandemie berücksichtigen, allen voran auf die am stärksten gefährdeten Gruppen in der Gesellschaft. Die UNO geht davon aus, dass auf Grund der Pandemie weitere 42-66 Millionen Kinder unter die Armutsgrenze rutschen, zusätzlich zu den 386 Millionen, die schon jetzt in Armut leben.<sup>19</sup> Die sich verschlechternden wirtschaftlichen Bedingungen legen nahe, dass Ungleichheit, Ausgrenzung, Diskriminierung und Arbeitslosigkeit weltweit kurz- bis mittelfristig zunehmen dürften. Soziale Absicherungssysteme und Schutz von Arbeitnehmern werden noch wichtigere Elemente der Governance.

Dabei umfasst die Resilienz der Governance nicht nur den Umgang mit unmittelbaren Herausforderungen. Um uns an die Welt nach dem Coronavirus anzupassen, müssen wir systematisch sicherstellen, dass unsere wirtschaftlichen, sozialen und ökologischen Systeme widerstandsfähig sind und sich, falls notwendig, regenerieren können. Investoren müssen ESG-Faktoren verstehen und diese Trends bei Anlageentscheidungen berücksichtigen. Auch Technologie hat hier einen Einfluss, weil sie es ermöglicht, mehr Informationen über einen Betrieb und die Folgen der Geschäftstätigkeit zu erfassen (z.B. Satellitenbilder von CO<sub>2</sub>-Emissionen). Die Fähigkeit der Anleger, diese Informationen zu analysieren, wird auch finanzielle Auswirkungen haben.

<sup>19</sup> Siehe UN (2020) für weitere Details.



# 06

## Fazit

Governance-Themen („G“) werden sich mit der Zeit weiterentwickeln und zunehmend Umwelt- und soziale Aspekte („E“ und „S“) berücksichtigen. Die Auswirkungen des Coronavirus verstärken diesen Prozess. Damit wird „ESG“ zu einem zunehmend integrierten Konzept.

Die Komplexität der Governance-Themen – und die Tatsache, dass sie sich ständig weiterentwickeln, wie vorstehend erläutert – bedeutet, dass es hier keine schnellen Lösungen gibt. Damit Unternehmensführung richtig funktioniert, sind ein engagierter und detaillierter Ansatz der Anleger und die Fähigkeit erforderlich, wachsende Datenvolumen zu analysieren und abzugleichen.

Nach wie vor werden sich Unternehmen mit guter Governance langfristig als erfolgreichere Anlagen erweisen, wie in Kapitel 4 dargestellt. Aber die Ausweitung des Governance-Konzeptes auf neue Bereiche wird Unternehmen weiterhin vor Herausforderungen stellen, und bisher erfolgreiche Unternehmen könnten sich schwer tun.

Die Geschichte erinnert uns daran, dass die Weiterentwicklung des Governance-Konzeptes nichts Neues ist. Sie weist auch darauf hin, dass jeder Anleger, der sich mit dem Thema Unternehmensführung befasst, in veränderbaren, aber sich überlappenden künftigen Zeitrahmen denken sollte. Zum Beispiel:

- Erstens sind unmittelbare Hindernisse für die Governance auf Sektoren- und Unternehmensebene zu berücksichtigen – die bei Anlagen zu Gewinnern und Verlieren führen können.
- Zweitens sollten Anleger auf voraussichtliche mittelfristige Gewinne von Unternehmen setzen, die eine gute Unternehmensführung betreiben.
- Drittens sollten Anleger die langfristigen Folgen einer guten Unternehmensführung, sowohl im Hinblick auf Industriestrukturen als auch die Kapitalmärkte selbst, berücksichtigen.

Aber letzten Endes wird die Unternehmensführung in diesem sich ständig wandelnden Umfeld eine Frage des Gleichgewichts für Anleger, Unternehmen und Regierungen bleiben. Sie müssen eine Reihe von Belangen in Einklang bringen – zu denen nicht nur die Finanzverwaltung, sondern in zunehmendem Maß auch soziale und Governance-Themen gehören –, um die beste nachhaltige Anlagelösung zu finden. Die Aufrechterhaltung dieses Gleichgewichts dürfte eine fortwährende Neubeurteilung und gegebenenfalls auch Lenkung erfordern.



# Bibliografie

Anderson, R.C. und D.M. Reeb (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance* 58(3), 1301-1328.

Andres-Alonso, de P., V. Azofra-Palenzuela und E. Romero-Merino (2012). Beyond the Disciplinary Role of Governance: How Boards Add Value to Spanish Foundations. *British Journal of Management*, 21(1), 100-114.

Bebchuk, L.A. und A. Hamdani (2009). The elusive quest for global governance standards. Arbeitspapier.

Ben-Amar, W., C. Francoeur, T. Hafsi und R. Labelle (2013). What Makes Better Boards? A Closer Look at Diversity and Ownership. *British Journal of Management* 24(1), 85-101.

Berone, P. und L.R. Gomez-Mejia (2009). Environmental performance and executive compensation: an integrated agency-institutional perspective. *Academy of Management Journal* 52(1), 103-126.

Bozec, R., M. Dia und Y. Bozec (2010). Governance-Performance Relationship: A Re-examination Using Technical Efficiency Measures. *British Journal of Management Studies* 21(3), 684-700.

Campbell, K. und A. Mínguez-Vera (2008). Gender diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics* 83, 435-451.

Cuervo, A. (2002). Corporate Governance Mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review* 10(2), 84-93.

Dasgupta, P. (2020). The Dasgupta Review – Independent Review on the Economics of Biodiversity. Zwischenbericht.

Dehnen, P. (2019). Interview zum Corporate Governance Kodex: „Der Entwurf gängelt alle mit Auflagen“. Abgerufen über: <https://www.juve.de/nachrichten/namenundnachrichten/2019/03/interview-zum-corporate-governance-kodex-der-entwurf-gaengelt-alle-mit-auflagen>. 7. Juli 2020.

Fancoeur, C., R. Labelle und B. Sinclair-Desgagne (2008). Gender Diversity in Corporate Governance and Top Management. *Journal of Business Ethics* 81, 83-95.

Galema, R., R. Lensink und R. Mersland (2012). Do Powerful CEOs Determine Microfinance Performance? *Journal of Management Studies* 49(4), 718-742.

Gompers, P., J. Ishii und A. Metrick (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics* 118(1), 107-156.

In, S.Y., K.Y. Park und A. Monk (2019). Is “Being Green” Rewarded in the Market? An Empirical Investigation of Decarbonization Risk and Stock Returns. Arbeitspapier.

Iyengar, R.J. und E.M. Zampelli (2009). Self-selection, endogeneity, and the relationship between CEO duality and firm performance. *Strategic Management Journal* 30(10), 1092-1112.

Kammerlander, N. (2019). Personal Governance – wo Aufsichtsrat drauf steht muss Aufsichtsrat drin sein. 14. Deutscher Aufsichtsratstag, Düsseldorf.

Khan, M. (2019). Corporate Governance, ESG, und Stock Returns around the World. *Financial Analysts Journal* 75(4), 103-123.

Klijn, E., J. Reuer, F. Van den Bosch und H. Volberda (2013). Performance Implications of IJV Boards: A Contingency Perspective. *Journal of Management Studies* 50(7), 1245-1266.

# Bibliografie

Kock, C., J. Santalo und L. Diestre (2012). Corporate Governance and the Environment: What Type of Governance Creates Greener Companies? *Journal of Management Studies* 49(3), 492-514.

Mallin, C., G. Michelon und D. Raggi (2013). Monitoring Intensity and Stakeholders' Orientation: How Does Governance Affect Social and Environmental Disclosure? *Journal of Business Ethics* 114, 29-43.

McDonald, M.L., P. Khanna und J.D. Westphal (2017). Getting them to think outside the circle: Corporate governance, CEO's external advice networks, and firm performance. *Academy of Management Journal* 51(3), 453-475.

Newell, R. und G. Wilson (2002). A premium for good governance. *The McKinsey Quarterly* 3, 20-23.

O'Boyle, Jr. E.H., J.M. Pollack und M.W. Rutherford, (2012). Exploring the relation between family involvement and firms' financial performance: A meta-analysis of main and moderator effects. *Journal of Business Venturing* 27(1), 1-18.

Picou, A. und M.J. Rubach (2006). Does Good Governance Matter to Institutional Investors? Evidence from the Enactment of Corporate Governance Guidelines. *Journal of Business Ethics* 65, 55-67.

Rodrigue, M., M. Magnan und C.H. Cho (2013). Is Environmental Governance Substantive or Symbolic? An Empirical Investigation. *Journal of Business Ethics* 114, 107-129.

Samimi, A.J., M. Ahmadpour und S. Ghaderi (2012). Governance and Environmental Degradation in MENA Region. *Procedia – Social and Behavioral Sciences* 62, 503-507.

Sommer, S. (2020). Umweltzerstörung und menschliches Verhalten begünstigen Zoonosen. Abgerufen über: <https://www.uni-ulm.de/home/uni-aktuell/article/evolutionsoekologin-prof-simone-sommer-ueber-das-neue-coronavirus-umweltzerstoerung-und-menschliches-verhalten-beguenstigen-zoonosen/>. 4. August 2020.

Sonnenfeld, J. (2004). Good governance and the misleading myths of bad metrics. *Academy of Management Perspectives* 18(1), 108-113.

Tuggle, C.S., D.G. Sirmon, C.R. Reutzel und L. Bierman (2010). Commanding board of director attention: investigating how organizational performance and CEO duality affect board members' attention to monitoring. *Strategic Management Journal* 31(9), 946-968.

UN (2020). The Impact of COVID-19 on children. Kurzdossier.

Walls, J., P. Berrone und P. Phan (2012). Corporate Governance and Environmental Performance: Is there really a link? *Strategic Management Journal* 33(8), 885-913.

WHO (2020). Coronavirus disease 2019 (COVID-19). Situation Report 94.

# Glossar

**CEO** steht für Chief Executive Officer und bezeichnet das geschäftsführende Vorstandsmitglied.

Der **Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK)** ist ein Regelwerk, welches Empfehlungen für börsenorientierte Unternehmen zur Unternehmensführung enthält.

**ESG** ist die englische Abkürzung für „Environment, Social, Governance“ und bezeichnet die Betrachtung ökologischer und sozial-gesellschaftlicher Kriterien sowie der Art der Unternehmensführung zum Beispiel als Kriterien in der Auswahl von Investmentmöglichkeiten.

**Kairos** ist ein griechischer Begriff für den günstigen Augenblick oder den Zeitpunkt der Entscheidung.

**Monopol** tritt auf, wenn das Produktangebot eines Unternehmens einen Sektor oder eine Branche dominiert.

**MSCI** steht für Morgan Stanley Capital Index. Es ist ein unabhängiger Anbieter von Marktindizes für Länder und Regionen.

**OECD** steht für die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, die den wirtschaftlichen Fortschritt und den Welthandel fördert.

**SDGs** bezeichnet die fest gesetzten 17 Ziele und Prioritäten ökologischer, sozial-gesellschaftlicher Kriterien sowie der Art der Unternehmensführung.

Die **Securities and Exchange Commission (SEC)** ist die Aufsichtsbehörde für das Wertpapiergeschäft in den USA.

**State-owned enterprise (SOE)** ist ein juristische Rechtsträger, der sich ganz oder teilweise im Besitz einer Regierung befindet.

**UN** steht für United Nations (Vereinte Nationen) und ist eine internationale gemeinnützige Organisation, die die politische und wirtschaftliche Zusammenarbeit zwischen ihren Mitgliedsländern verstärkt.

**USD** ist der Währungscode für den US-Dollar.

Der **Weltwirtschaftsrat für nachhaltige Entwicklung (WBCSD)** ist eine von Unternehmensvorständen geführte Organisation, die sich mit den Themen Wirtschaft und nachhaltige Entwicklung beschäftigt.

Die **Weltgesundheitsorganisation (WHO)** hat vor allem das Ziel, die internationale Gesundheit innerhalb des Systems der Vereinten Nationen zu lenken und zu koordinieren.

**Zoonose** ist eine Krankheit, die von einem Tier auf einen Menschen übertragen werden kann.

# Wichtige Hinweise

## Allgemeines

Dieses Dokument darf nicht in Kanada oder Japan verteilt werden. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Handels- oder Geschäftskunden.

Dieses Dokument wird über die Deutsche Bank AG, ihre Zweigstellen (wie in den jeweiligen Rechtsgebieten zulässig), verbundene Unternehmen und leitende Angestellte und Mitarbeiter (gemeinsam „Deutsche Bank“), in gutem Glauben vorgelegt. Dieses Material dient ausschließlich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Empfehlung oder Angebotseinholung zum Kauf oder Verkauf von Geldanlagen, Wertpapieren, Finanzinstrumenten oder anderen Produkten, zum Abschluss einer Transaktion oder zur Bereitstellung einer Investmentdienstleistung oder Anlageberatung oder zur Erteilung von Ratschlägen zu Recherche, Anlagerecherche oder Anlageempfehlungen in einem beliebigen Rechtsgebiet dar. Der gesamte Inhalt dieser Mitteilung ist vollumfänglich zu prüfen.

Erklärt ein zuständiges Gericht eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses für nicht vollstreckbar, so bleiben die übrigen Bestimmungen hiervon unberührt. Dieses Dokument wurde als allgemeiner Marktkommentar erstellt; Anlagebedürfnisse, Zielsetzungen oder finanzielle Umstände einzelner Anleger wurden nicht berücksichtigt. Geldanlagen unterliegen allgemeinen Marktrisiken, die sich aus dem jeweiligen Instrument ableiten lassen oder konkret mit dem Instrument oder dem entsprechenden Ausgeber zusammenhängen. Falls solche Risiken eintreten, können Anlegern Verluste entstehen, einschließlich (ohne Beschränkung) des Gesamtverlusts des investierten Kapitals. Der Wert von Geldanlagen kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. In diesem Dokument werden nicht alle Risiken (direkt oder indirekt) und sonstigen Überlegungen ausgeführt, die für einen Anleger bei der Geldanlageentscheidung wesentlich sein können.

Dieses Dokument und alle darin enthaltenen Informationen werden in der vorliegenden Form, soweit verfügbar bereitgestellt, und die Deutsche Bank gibt keine Zusicherung oder Gewährleistung, sei es ausdrücklicher, stillschweigender oder gesetzlicher Art, in Bezug auf in diesem Dokument enthaltene oder damit in Zusammenhang stehende Aussagen oder Informationen ab. Alle Ansichten, Marktpreise, Schätzungen, zukunftsgerichteten Aussagen, hypothetischen Aussagen oder sonstigen Meinungen, die zu den hierin enthaltenen finanziellen Schlussfolgerungen führen, stellen die subjektive Einschätzung der Deutschen Bank am Tag der Erstellung dieses Berichts dar. Die Deutsche Bank übernimmt ohne Einschränkung keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Angemessenheit, Vollständigkeit, Zuverlässigkeit, Rechtzeitigkeit oder Verfügbarkeit dieser Mitteilung oder der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und schließt ausdrücklich jede Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Dokument aus. Zukunftsgerichtete Aussagen umfassen wesentliche Elemente von subjektiven Einschätzungen und Analysen, und die Änderungen derselben und/oder die Berücksichtigung anderer oder weiterer Faktoren können sich erheblich auf die angegebenen Ergebnisse auswirken. Daher können tatsächliche Ergebnisse unter Umständen erheblich von den hierin prognostizierten Ergebnissen abweichen.

Die Deutsche Bank übernimmt keine Verpflichtung zur Aktualisierung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder zur Inkenntnissetzung der Anleger über verfügbare aktualisierte Informationen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können ohne Ankündigung und auf der Grundlage einer Reihe von Annahmen, die sich als nicht zutreffend erweisen, geändert werden und können von den Schlussfolgerungen abweichen, die andere Abteilungen innerhalb der Deutschen Bank gezogen haben. Wenngleich die in diesem Dokument enthaltenen Informationen von der Deutschen Bank sorgfältig zusammengestellt wurden und von Quellen stammen, die die Deutsche Bank als vertrauenswürdig und zuverlässig einstuft, kann und wird die Deutsche Bank keine Garantie bezüglich der Vollständigkeit, Angemessenheit oder Genauigkeit der Informationen abgeben, und Anleger sollten sich darauf auch nicht verlassen. Der Einfachheit halber kann dieses Dokument Verweise zu Websites und anderen externen Quellen enthalten. Die Deutsche Bank übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, und deren Inhalte sind kein Bestandteil dieses Dokuments. Der Zugriff auf solche externen Quellen erfolgt auf Ihr eigenes Risiko.

Vor der Anlageentscheidung müssen Anleger mit oder ohne Unterstützung eines Anlageberaters entscheiden, ob die von der Deutschen Bank beschriebenen oder bereitgestellten Geldanlagen oder Strategien in Bezug auf ihre persönlichen Anlagebedürfnisse, Zielsetzungen, finanziellen Umstände und Instrumente geeignet sind. Potenzielle Anleger sollten sich bei der Entscheidung für eine Geldanlage nicht auf dieses Dokument sondern vielmehr auf den Inhalt der endgültigen Angebotsunterlagen in Bezug auf die Geldanlage verlassen.

Als globaler Finanzdienstleister unterliegt die Deutsche Bank von Zeit zu Zeit tatsächlichen und potenziellen Interessenkonflikten. Die Deutsche Bank unternimmt grundsätzlich alle geeigneten Schritte, um effektive organisatorische und administrative Vorkehrungen zu treffen und beizubehalten, die der Erkennung und Beilegung solcher Konflikte dienen. Die Geschäftsführung der Deutschen Bank ist dafür verantwortlich sicherzustellen, dass die Systeme, Kontrollen und Verfahrensweisen der Deutschen Bank dazu geeignet sind, Interessenkonflikte zu erkennen und beizulegen.

Die Deutsche Bank gibt keine Steuer- oder Rechtsberatung, auch nicht in diesem Dokument, und der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Anlageberatung durch die Deutsche Bank zu verstehen. Anleger sollten sich von ihren eigenen Steuerberatern, Rechtsanwälten und Anlageberatern in Bezug auf die von der Deutschen Bank beschriebenen Geldanlagen und Strategien beraten lassen. Geldanlageinstrumente sind nicht durch eine Regierungsbehörde versichert, unterliegen keinen Einlagenschutzplänen und sind nichtgarantiert, auch nicht durch die Deutsche Bank, es sei denn, es werden für einen Einzelfall anderslautende Angaben gemacht.

# Wichtige Hinweise

Dieses Dokument darf ohne ausdrückliche schriftliche Genehmigung der Deutschen Bank nicht vervielfältigt oder in Umlauf gebracht werden. Die Deutsche Bank verbietet ausdrücklich die Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. Die Deutsche Bank übernimmt keinerlei Haftung in Bezug auf die Nutzung oder Verteilung dieses Materials oder auf durch den Anleger (zukünftig) ausgeführte Handlungen oder getroffene Entscheidungen im Zusammenhang mit in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen.

Die Art der Verbreitung und Verteilung dieses Dokuments kann durch ein Gesetz oder eine Vorschrift in bestimmten Ländern, einschließlich, ohne Beschränkung, den USA, eingeschränkt werden. Dieses Dokument dient nicht der Verteilung an oder der Nutzung durch Personen oder Unternehmen mit Wohn- oder Standort in einem Ort, Bundesstaat, Land oder Rechtsgebiet, in dem die Verteilung, Veröffentlichung, Verfügbarkeit oder Nutzung gegen ein Gesetz oder eine Vorschrift verstoßen würde oder in dem die Deutsche Bank Registrierungs- oder Lizenzierungsanforderungen erfüllen müsste, die derzeit nicht erfüllt werden. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sind aufgefordert, sich selbst über solche Einschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse; der Inhalt dieses Dokuments stellt keine Zusicherung, Gewährleistung oder Prognose in Bezug auf zukünftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen stehen auf Anfrage des Anlegers zur Verfügung.

## Bahrain

Für Einwohner Bahains: Dieses Dokument ist kein Angebot zum Kauf von oder zur Beteiligung an Wertpapieren, Derivaten oder Fonds, die in Bahrain, im Rahmen der Auslegung der Monetary Agency Regulations von Bahrain vermarktet werden. Alle Geldanlageanträge sind von außerhalb Bahains zu stellen, und alle Zuteilungen haben außerhalb von Bahrain zu erfolgen. Dieses Dokument wurde zu privaten Informationszwecken für Anleger erstellt, bei denen es sich um Institutionen handelt. Es stellt keine Einladung an die Öffentlichkeit des Königreichs Bahrain dar und wird auch nicht für die Öffentlichkeit ausgegeben, an diese weitergegeben oder dieser zur Verfügung gestellt. Die Central Bank (CBB) hat dieses Dokument oder die Vermarktung solcher Wertpapiere, Derivate oder Fonds im Königreich Bahrain nicht geprüft oder genehmigt. Demzufolge dürfen die Wertpapiere, Derivate oder Fonds nach dem Gesetz Bahains nicht in Bahrain oder an die Einwohner Bahains angeboten oder verkauft werden. Die CBB ist nicht verantwortlich für die Entwicklung der Wertpapiere, Derivate oder Fonds.

## Kuwait

Dieses Dokument wurde Ihnen auf Ihre Anfrage hin übersandt. Diese Präsentation dient nicht der allgemeinen Verteilung an die Öffentlichkeit von Kuwait. Die Wertpapiere wurden nicht von der Capital Markets Authority in Kuwait und auch von keiner anderen zuständigen Regierungsbehörde in Kuwait zum Angebot in Kuwait freigegeben. Das Angebot der Wertpapiere in Kuwait auf der Grundlage einer Privatplatzierung oder einer Börsennotierung ist daher in Übereinstimmung mit dem Decree Law No. 31 von 1990 und den Implementierungsvorschriften (in der jeweils gültigen Form) und Law No. 7 von 2010 und den dazugehörigen Statuten (in der jeweils gültigen Form) nicht zulässig. Es erfolgt keine Privatplatzierung und keine Börsennotierung der Wertpapiere in Kuwait, und es wird keine Vereinbarung bezüglich des Verkaufs der Wertpapiere in Kuwait geschlossen. Es werden keine Marketing-, Werbe- oder Anreizaktivitäten zum Angebot oder zur Vermarktung der Wertpapiere in Kuwait unternommen.

## Vereinigte Arabische Emirate

Die Deutsche Bank AG im Dubai International Financial Centre (Registernummer 00045) wird von der Dubai Financial Services Authority reguliert. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle DIFC, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende DFSA-Lizenz fallen. Hauptsitz im DIFC: Dubai International Financial Centre, The Gate Village, Building 5, PO Box 504902, Dubai, U.A.E. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG bereitgestellt. Damit verbundene Finanzprodukte oder -dienstleistungen stehen ausschließlich professionellen Kunden gemäß der Definition der Dubai Financial Services Authority zur Verfügung.

## Katar

Die Deutsche Bank AG im Qatar Financial Centre (Registernummer 00032) wird von der Qatar Financial Centre Regulatory Authority reguliert. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle QFC, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende QFCRA-Lizenz fallen. Hauptsitz im QFC: Qatar Financial Centre, Tower, West Bay, Level 5, PO Box 14928, Doha, Qatar. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG bereitgestellt. Damit verbundene Finanzprodukte oder -dienstleistungen stehen ausschließlich Geschäftskunden gemäß der Definition der Qatar Financial Centre Regulatory Authority zur Verfügung.

## Belgien

Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG in Belgien über die Zweigstelle Brüssel bereitgestellt. Die Deutsche Bank AG ist eine Aktiengesellschaft, die nach deutschem Recht gegründet wurde und berechtigt ist, das Bankgeschäft zu betreiben und Finanzdienstleistungen anzubieten und die der Aufsicht und Kontrolle der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle Brüssel, hat ihren Sitz in Marnixlaan 13-15, B-1000 Brüssel unter der Umsatzsteueridentifikationsnummer BE 0418.371.094. Weitere Angaben sind auf Anfrage erhältlich oder können auf [www.deutschebank.be](http://www.deutschebank.be) nachgelesen werden.

## Saudi-Arabien

Die Deutsche Securities Saudi Arabia Company (Registernummer 07073-37) wird von der Capital Market Authority reguliert. Deutsche Securities Saudi Arabia ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende CMA-Lizenz fallen. Hauptsitz in Saudi-Arabien: King Fahad Road, Al Olaya District, P.O. Box 301809, Faisaliah Tower, 17th Floor, 11372 Riyadh, Saudi-Arabien.

# Wichtige Hinweise

## Vereinigtes Königreich

Im Vereinigten Königreich (UK) gilt diese Publikation als Finanzwerbung und wird von DB UK Bank Limited im Namen aller Unternehmen, die als Deutsche Bank Wealth Management im UK agieren, genehmigt. Deutsche Bank Wealth Management ist ein Handelsname von DB UK Bank Limited. Handelsrechtlich eingetragen in England und Wales (Nr. 00315841). Eingetragener Sitz: 23 Great Winchester Street, London EC2P 2AX. DB UK Bank Limited wird von der Prudential Financial Conduct Authority zugelassen und beaufsichtigt, und die entsprechende Registrierungsnummer lautet 140848. Die Deutsche Bank behält sich das Recht vor, diese Veröffentlichung über eine ihrer britischen Niederlassungen zu verteilen, und in einem solchen Fall gilt diese Publikation als Finanzwerbung und wird von der Niederlassung dort genehmigt, wo sie von der zuständigen britischen Regulierungsstelle zugelassen wird (wenn die entsprechende Niederlassung hierzu nicht berechtigt ist, wird diese Veröffentlichung von einem anderen britischen Mitglied der Deutsche Bank Wealth Management Group genehmigt, das über die entsprechende Erlaubnis verfügt).

## Hongkong

Dieses Dokument und sein Inhalt dienen ausschließlich Informationszwecken. Der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Angebot einer Geldanlage oder als Einladung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf einer Geldanlage zu betrachten und ist auch nicht als Angebot, Einladung oder Empfehlung auszulegen.

In dem Umfang, in dem dieses Dokument Bezug auf konkrete Anlagemöglichkeiten nimmt, wurde sein Inhalt nicht geprüft. Der Inhalt dieses Dokuments wurde von keiner Regulierungsbehörde in Hongkong geprüft. Wir empfehlen Ihnen, in Bezug auf die hierin erwähnten Geldanlagen Vorsicht walten zu lassen. Falls Sie Zweifel bezüglich des Inhalts dieses Dokuments haben, sollten Sie unabhängigen Rat einholen. Dieses Dokument wurde von der Securities and Futures Commission in Hongkong nicht genehmigt, und es wurde auch keine Kopie dieses Dokuments beim Companies Registry in Hongkong registriert; demzufolge (a) dürfen die Geldanlagen (mit Ausnahme der Geldanlagen, bei denen es sich um „strukturierte Produkte“ gemäß Definition in der Verordnung über Wertpapiere und Termingeschäfte (Kapitel 571 des Gesetzes von Hongkong) („Securities and Futures Ordinance –SFO“) nicht durch dieses Dokument oder ein anderes Dokument angeboten oder verkauft werden, es sei denn, dies geschieht an „professionelle Anleger“ im Rahmen der Bedeutung dieses Begriffs in der SFO und der darunter erlassenen Regeln oder unter anderen Umständen, die das Dokument nicht zu einem „Prospekt“ gemäß der Definition des Begriffs in der Verordnung über Unternehmen (Auflösung und Sonstige Bestimmungen) (Kap. 32 der Gesetze von Hongkong) („Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance –CO“) oder wenn es sich nicht um ein öffentliches Angebot gemäß CO handelt und (b) darf keine Person in Hongkong oder anderswo eine Anzeige, eine Einladung oder ein Dokument ausgeben oder zur Ausgabe besitzen, das sich auf die Geldanlagen bezieht und sich an die Öffentlichkeit Hongkongs richtet oder deren Inhalt wahrscheinlich der Öffentlichkeit Hongkongs zugänglich gemacht wird (es sei denn dies ist im Rahmen der Wertpapiergesetze Hongkongs zulässig), es sei denn es geht um die Geldanlagen, die ausschließlich an Personen außerhalb von Hongkong oder ausschließlich an „professionelle Anleger“ im Rahmen der Bedeutung des Begriffs gemäß SFO und den darunter erlassenen Regeln verkauft werden.

## Singapur

Der Inhalt dieses Dokuments wurde nicht von der von der Monetary Authority of Singapore („MAS“) geprüft. Die hierin erwähnten Geldanlagen dürfen der Öffentlichkeit von Singapur oder einzelnen Mitgliedern der Öffentlichkeit von Singapur nicht angeboten werden, mit Ausnahme von (i) institutionellen Anlagern gemäß §274 oder 304 des Gesetzes über Wertpapiere und Termingeschäfte (Kapitel 289) („SFA“) in der jeweils gültigen Form des SFA, (ii) relevanten Personen (darunter auch akkreditierte Anleger) gemäß §275 oder 305 und in Übereinstimmung mit sonstigen in §275 oder 305 SFA genannten Bedingungen in der jeweils gültigen Form des SFA, (iii) institutionelle Anleger, akkreditierte Anleger, Fachanleger oder ausländische Anleger (jeweils gemäß der Definition der Begriffe in den Finanzberatungsvorschriften) („FAR“) (in der jeweils gültigen Form der Definition) oder (iv) Vorgängen gemäß den Bedingungen einer geltenden Bestimmung des SFA oder der FAR (in der jeweils gültigen Form).

## USA

In den USA werden Maklerdienste über Deutsche Bank Securities Inc. angeboten, einen Broker-Dealer und registrierten Anlageberater, der Wertpapiergeschäfte in den USA abwickelt. Deutsche Bank Securities Inc. ist Mitglied von FINRA, NYSE und SIPC. Bank- und Kreditvergabedienstleistungen werden über Deutsche Bank Trust Company Americas, FDIC-Mitglied, und andere Mitglieder der Deutsche Bank Group angeboten. In Bezug auf die USA siehe vorherige Aussagen in diesem Dokument. Die Deutsche Bank gibt keine Zusicherungen oder Gewährleistungen dazu ab, dass die hierin enthaltenen Informationen zur Nutzung in Ländern außerhalb der USA geeignet oder verfügbar sind oder dass die in diesem Dokument beschriebenen Dienstleistungen zum Verkauf oder zur Nutzung in allen Ländern oder durch alle Gegenparteien verfügbar oder geeignet sind. Wenn dies nicht registriert oder wie gemäß dem anwendbaren Gesetz zulässig lizenziert wurde, bieten weder die Deutsche Bank noch ihre verbundenen Unternehmen irgendwelche Dienstleistungen in den USA oder Dienstleistungen an, die dafür ausgelegt sind, US-Bürger anzuziehen (gemäß der Definition des Begriffs unter Vorschrift S des Wertpapiergesetzes der USA von 1933 („Securities Act“) in seiner jeweils gültigen Form).

Der USA-spezifische Haftungsausschluss unterliegt den Gesetzen des Bundesstaates Delaware und ist entsprechend auszulegen; die Kollisionsnormen, die die Anwendung des Gesetzes eines anderen Rechtsgebietes vorsehen würden, finden keine Anwendung.

## Deutschland

Dieses Dokument wurde von Deutsche Bank Wealth Management über die Deutsche Bank AG erstellt und wurde der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht weder vorgelegt noch von ihr genehmigt. Für bestimmte der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen wurden Prospekte von den zuständigen Behörden genehmigt und veröffentlicht. Anleger sind aufgefordert ihre Anlageentscheidung auf der Grundlage solcher genehmigten Prospekte zu begründen, einschließlich

# Wichtige Hinweise

möglicher Anhänge. Darüber hinaus stellt dieses Dokument keine Finanzanalyse im Rahmen der Bedeutung des Begriffs im Wertpapierhandelsgesetz dar und muss daher nicht den gesetzlichen Anforderungen an die Finanzanalyse entsprechen. Die Deutsche Bank AG ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Hauptsitz in Frankfurt am Main. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter der Nummer HRB 30 000 eingetragen und ist berechtigt, Bankgeschäfte zu führen und Finanzdienstleistungen anzubieten. Aufsichtsbehörden: Die Europäische Zentralbank („EZB“), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.

## Indien

Die in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen werden der indischen Öffentlichkeit nicht zum Kauf oder zur Zeichnung angeboten. Dieses Dokument wurde nicht vom Securities and Exchange Board of India, von der Reserve Bank of India oder einer anderen indischen Regierungs-/Regulierungsbehörde genehmigt oder dort registriert. Dieses Dokument ist kein „Prospekt“ gemäß der Definition des Begriffs in den Bestimmungen des Companies Act, 2013 (18 aus 2013) und wird auch bei keiner indischen Regulierungsbehörde eingereicht. Gemäß dem Foreign Exchange Management Act, 1999 und den darunter erlassenen Vorschriften kann jeder Anleger mit Wohnsitz in Indien aufgefordert werden, die Sondergenehmigung der Reserve Bank of India einzuholen, bevor er Geld außerhalb Indiens anlegt, einschließlich der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen.

## Italien

Dieser Bericht wird in Italien von Deutsche Bank S.p.A. vorgelegt, einer nach italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle der Bancad'Italia und der CONSOB unterliegt.

## Luxemburg

Dieser Bericht wird in Luxemburg von Deutsche Bank Luxembourg S.A. vorgelegt, einer nach luxemburgischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle der Commission de Surveillance du Secteur Financier unterliegt.

## Spanien

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española ist ein Kreditinstitut, das von der Bancod de España und von CNMV reguliert wird und in deren offiziellen Registern unter der Nummer 019 eingetragen ist. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Bank- und Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende Lizenz fallen. Der Hauptgeschäftssitz in Spanien ist in Paseo de la Castellana 18, 28046 Madrid. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española bereitgestellt.

## Portugal

Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, ist ein Kreditinstitut, das von der Bancod de Portugal und von der portugiesischen Wertpapierkommission (CMVM) reguliert wird und in deren offiziellen Registern unter der Nummer 43 und 349 sowie im Handelsregister unter der Nummer 980459079 eingetragen ist. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende Lizenz fallen. Der eingetragene Sitz ist in Rua Castilho, 20, 1250-069 Lissabon, Portugal. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, bereitgestellt.

## Österreich

Dieses Dokument wird von der Deutsche Bank AG Filiale Wien, eingetragen im Firmenbuch des Wiener Handelsgerichts unter der Nummer FN 140266z, vorgelegt. Die Deutsche Bank AG ist eine Aktiengesellschaft, die nach deutschem Recht gegründet wurde und zum Betreiben von Bankgeschäft und zum Angebot von Finanzdienstleistungen berechtigt ist. Sie wird von der Europäischen Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland sowie der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland, beaufsichtigt, die Filiale Wien zusätzlich von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner Platz 5, 1090 Wien. Dieses Dokument wurde den vorstehend genannten Aufsichtsbehörden weder vorgelegt noch von diesen genehmigt. Für bestimmte der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen wurden unter Umständen Prospekte veröffentlicht. In einem solchen Fall sollten Anlageentscheidungen ausschließlich auf der Grundlage der veröffentlichten Prospekte, einschließlich möglicher Anhänge, getroffen werden. Nur diese Dokumente sind bindend. Dieses Dokument stellt Marketingmaterial dar, das ausschließlich Informations- und Werbezwecken dient und nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse oder -recherche ist.

Alle Markenrechte liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.

© 2020. Deutsche Bank AG. Alle Rechte vorbehalten.

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: Deutsche Bank AG, Taunusanlage 12, 60325 Frankfurt am Main, Deutschland



