

---

# Motive und Auswirkungen der neuen IPO-Richtlinie von Goldman Sachs



*Andreas Schütz, Anette von Ahsen, Dirk Schiereck und Fatemeh Zare*



**Zusammenfassung:** Anfang des Jahres 2020 gab David Solomon als CEO der Investmentbank Goldman Sachs bekannt, sein Institut werde beginnend am 01.07.2020 in den USA und Europa nur noch IPOs von Unternehmen mandatieren, die in ihrem Aufsichtsrat mindestens eine Frau oder eine Person nicht-weißer Hautfarbe aufweisen. Diese Richtlinie soll zum Jahr 2021 auf mindestens zwei Personen verschärft werden, der Fokus soll dabei auf der vermehrten Repräsentation von Frauen liegen. Unsere Analyse hinterfragt die Motive und die Auswirkungen dieser neuen Richtlinie. Dabei zeigt sich zunächst, dass die Verabschiedung dieser Richtlinie wohl vor allem auf eine Verbesserung der eigenen Unternehmensreputation abzielt. Für einen direkten positiven Zusammenhang zwischen der geschlechterspezifischen Aufsichtsratszusammensetzung und der finanziellen Performance eines Unternehmens gibt es in der Literatur keine stabilen Nachweise.



Eine Untersuchung von 386 IPOs, die von Goldman Sachs zwischen 2014 und Mai 2020 in Europa und den USA begleitet wurden, belegt, dass die Richtlinie nicht einen bereits erreichten Status Quo abbildet, sondern große Auswirkungen mit sich bringt. 24 % der mandatierten Unternehmen hatten zum Zeitpunkt ihres Börsengangs keine Frau in ihrem Aufsichtsrat, weitere 37 % genau eine. Somit hätten 61 % aller IPOs im Untersuchungszeitraum nach der vorgesehenen Verschärfung der Richtlinie zum Jahr 2021 nach dem Genderkriterium nicht von Goldman Sachs mandatiert werden dürfen. Diese Börsengänge stehen für 47 % des von allen untersuchten IPOs platzierten Emissionsvolumens.



**Stichworte:** Börsengang, Underwriter, Geschlechterdiversität, Aufsichtsrat, Emissionsvolumen, Unternehmensreputation

## Motives and effects of Goldman Sachs' new IPO Directive

**Summary:** In early 2020, David Solomon, as CEO of investment bank Goldman Sachs, announced his institution would mandate IPOs in the U.S. and Europe only of companies that have at least one woman or one person of non-white color on their board of directors, beginning July 1, 2020. This guideline is to be tightened to at least two people by 2021, with a focus on increasing the

representation of women. Our analysis questions the motives and impact of this new directive. First of all, we find that the adoption of this directive is probably primarily aimed at improving the company's own reputation. There is no stable evidence in the literature for a direct positive correlation between the gender-specific composition of the supervisory board and the financial performance of a company.

A study of 386 IPOs monitored by Goldman Sachs between 2014 and May 2020 in Europe and the U.S. shows that the directive does not reflect a status quo that has already been achieved but has a major impact. 24 % of mandated companies did not have a woman on their board at the time of their IPO, and another 37 % had exactly one. Thus, 61 % of all IPOs in the study period would not have been mandated by Goldman Sachs under the gender criterion after the proposed tightening of the directive by 2021. These IPOs represent 47 % of the issue volume placed by all IPOs studied.

**Keywords:** Initial Public Offering (IPO), Underwriter, Gender Diversity, Board of Directors, Issue Volume, Corporate Reputation

### 1 Einleitung

Gleichstellung und Diversität werden seit vielen Jahren omnipräsent in den Gesellschaften westlicher Länder diskutiert. Es wird stetig darauf hingearbeitet, Frauen und Männer in immer mehr Bereichen des Lebens gleichzustellen und bestehende Nachteile für ein Geschlecht abzubauen. Ein Bereich, in dem es noch immer große geschlechtsspezifische Unterschiede gibt, ist der Arbeitsmarkt. In den meisten Ländern der Welt sind Frauen in hoch dotierten Positionen stark unterrepräsentiert. Dies zeigt sich vor allem in Führungspositionen der Privatwirtschaft. Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder in US-amerikanischen und europäischen Unternehmen sind überwiegend männlich. Um dem entgegenzusteuern und mehr Gleichstellung zu erreichen, kam es in manchen Ländern zu einem Eingreifen der Politik, um mit gesetzlich festgeschriebenen Quoten für Führungspositionen Unternehmen dazu zu zwingen, entsprechende Posten vermehrt mit Kandidatinnen zu besetzen. Eine andere Möglichkeit bieten freiwillige Selbstverpflichtungen von Unternehmen, um bei Diversität und Geschlechtergerechtigkeit als positives Beispiel voranzugehen.

Am 23. Januar 2020 verkündete David Solomon, CEO von Goldman Sachs, einer der größten Investmentbanken weltweit, sein Unternehmen würde ab dem Sommer 2020 nur noch Firmen bei einem Börsengang begleiten, wenn in ihrem Aufsichtsrat mindestens eine nicht-männliche Person oder mindestens eine Person mit nicht-weißer Hautfarbe sitzt. Der Fokus soll dabei auf der vermehrten Repräsentation von Frauen liegen. Diese Regelung solle vorerst nur für US-amerikanische und europäische Unternehmen gelten und zum Jahr 2021 auf zwei Personen der genannten Kriterien angehoben werden.<sup>1</sup>

Mit der vorliegenden Studie werden zum einen die Motive, aus denen heraus Goldman Sachs sich für die Selbstbindung entschieden hat, auf Basis einer Literaturanalyse

---

1 Wörtlich sagte David Salomon: “[I really value the diverse perspectives, you know, I’m getting which are helping run the company ... I look back at IPOs over the last four years, and the performance of IPOs where there’s been a woman on the board in the US is significantly better than the performance of IPOs where there hasn’t been a woman on the board. ... This is a small step, but it’s a step on a direction that saying, you know, what we think is right; we think it’s a right advice, and we are on a position also because of our network to help our clients if they need help placing women on boards. ... This is the best advice for companies that want to drive premium returns for the shareholders over time.]” (CNBC 2020.)

diskutiert. Zum anderen werden die Implikationen der Selbstbindung empirisch untersucht. Goldman Sachs stellt sie als eine einschneidende Veränderung vor und zeigt sich ambitioniert, sich für mehr weibliche Kompetenz in hohen Positionen einzusetzen. Es stellt sich daher die Frage, in welchem Ausmaß die Richtlinie eine große Veränderung darstellt oder ob damit lediglich der bereits erreichte Status Quo abgebildet wird. Da laut Solomon der Fokus auf der Förderung von Frauen liegen soll, wird im Folgenden der Schwerpunkt ebenfalls auf diesen Aspekt gelegt, die ethnische Diversität wird (auch aufgrund von Erhebungsproblemen) nicht erfasst. Mittels einer Analyse der von Goldman Sachs in der Vergangenheit mandatierten IPOs wird ermittelt, wie viele Börsengänge von der neuen Richtlinie betroffen gewesen wären und welche finanziellen Auswirkungen das Nicht-Mandatieren dieser Unternehmen für Goldman Sachs bedeutet hätte.

## 2 Motive für Gendergerechtigkeit in Führungspositionen

Ein höherer Anteil von Frauen in Führungsgremien von Unternehmen kann sich einerseits direkt auf den Unternehmenserfolg auswirken, andererseits kann ein indirekter Zusammenhang über eine veränderte Unternehmensreputation bestehen. In einer guten Reputation wird ein wichtiger Erfolgsfaktor für Unternehmen gesehen. Sie wird z.B. als positives Signal für die Produkt- und Arbeitsqualität sowie die zukünftige Börsenperformance eingeschätzt (Helm 2007). In den letzten Jahren hat sich der Aspekt der Diversität zu einem wichtigen Bestandteil der Unternehmensreputation entwickelt. Roberson und Park (2007) definieren die Diversitätsreputation eines Unternehmens als Wahrnehmung der Stakeholder über die Fähigkeit einer Organisation, ein diverses Arbeitsumfeld zu managen.

In verschiedenen empirischen Studien wird der Zusammenhang zwischen der Diversitätsreputation und dem Unternehmenserfolg analysiert. Dabei kommen Cook & Glass (2014) zu dem Ergebnis, dass öffentliche Auszeichnungen für Diversität einen positiven Einfluss auf die Unternehmensreputation und den Aktienkurs haben. McMillan et al. (2010) untersuchen die Auswirkungen der Aufnahmen von Unternehmen in die Top-50-Liste von DiversityInc. Dabei handelt es sich um ein amerikanisches Unternehmen, das jedes Jahr eine Liste mit Unternehmen veröffentlicht, die sich in Bezug auf Diversität besonders engagiert haben (DiversityInc 2020). Im Ergebnis zeigt sich, dass die Ankündigung einer Aufnahme in die Liste für ein Unternehmen eine positive Marktreaktion auslöst und signifikant positive abnormale Renditen nach sich zieht. Auch institutionelle Auszeichnungen für Gleichstellung und Chancengleichheit in Spanien beeinflussen die Gesamtkapitalrentabilität der ausgezeichneten Unternehmen positiv (Cavero-Rubio et al. 2019). Die Diversitätsreputation zeigt schließlich auch positive Auswirkungen auf die Marktkapitalisierung (Roberson & Park 2007).

Zu der Frage, wie sich Frauenquoten unmittelbar auf den Unternehmenserfolg auswirken, liegt ebenfalls eine Vielzahl empirischer Studien vor. Diese ergeben allerdings ein recht inkonsistentes Bild. Greene et al. (2020) untersuchen den Einfluss der Verabschiedung des kalifornischen Senat-Gesetzes 826, das eine Quotenregelung für Frauen in Aufsichtsräten kalifornischer Firmen beinhaltet, auf den Börsenwert von Firmen. Sie finden Evidenz, dass Börsenkurse auf das Gesetz mit einem durchschnittlichen Verlust von 1,2 % reagiert haben, wobei dieser Verlust umso höher ausfiel, je weiter die damalige Aufsichtsratszusammensetzung eines Unternehmens von der gesetzlich geforderten Zusammensetzung abwich.

Dale-Olsen et al. (2015) kommen im Hinblick auf die Auswirkungen von Quotenregelungen in Dänemark und Norwegen zu uneindeutigen Ergebnissen. Auch Haslam et al.

(2010) finden keinen Zusammenhang zwischen der Anzahl an Frauen in Aufsichtsräten und Performancekennzahlen wie Gesamtkapitalrentabilität oder Eigenkapitalrentabilität. Allerdings zeigt sich eine negative Beziehung zwischen der Präsenz von Frauen in Aufsichtsräten und subjektiven, aktienbasierten Leistungsindikatoren, wie der Unternehmensbewertung durch Investoren. Auch Herrera-Cano und Gonzalez-Perez (2019) können keine Korrelationen zwischen der Anzahl von Frauen in Aufsichtsräten und finanziellen Indikatoren der jeweiligen Unternehmen feststellen.

Dagegen finden Reguera-Alvarado et al. (2017) sowie Solimene et al. (2017) einen positiven Zusammenhang. Auch Ali et al. (2014) stellen eine positive Beziehung zwischen Geschlechterdiversität im Aufsichtsrat eines Unternehmens und der Produktivität der Angestellten fest, die zu einer Steigerung der Gesamtkapitalrentabilität führen kann. Dagegen beobachten Isidro und Sobral (2014) keine direkten Auswirkungen von Frauen im Aufsichtsrat auf den Unternehmenswert, sie stellen jedoch eine positive Beziehung zwischen Frauen im Aufsichtsrat und Finanzkennzahlen, z.B. die Gesamtkapitalrentabilität und Umsatzrendite, sowie auch auf soziale und ethische Standards im Unternehmen fest.

Einige Studien adressieren speziell die Auswirkungen von Diversität in Aufsichtsräten von Banken. Farag und Mallin (2017) kommen zu dem Ergebnis, dass ein Frauenanteil im Aufsichtsrat einer Bank von mehr als 21 % die Anfälligkeit der Bank in einer Finanzkrise reduziert hätte. Owen und Temesvary (2018) untersuchen Performanceeffekte durch diverse Aufsichtsräte in Banken über den Zeitraum von 1999 bis 2015 und zeigen, dass die Auswirkungen von Frauen in Aufsichtsräten von einem Mindestniveau abhängig sind. So wirkt sich die Geschlechtervielfalt im Aufsichtsrat einer Bank erst dann aus, wenn der Aufsichtsrat mindestens zwei weibliche Mitglieder hat. Begründet wird dies damit, dass erst dann bestimmte Standpunkte mit der erforderlichen Autorität vertreten werden können. Sobald sich der Frauenanteil eines Aufsichtsrats dann von einem geringen Niveau auf ein höheres Level erhöht, kommt es für die Bank zu positiven Effekten. Folgt man den Erkenntnissen aus der Metastudie von Pletzer et al. (2015), ist der ökonomische Effekt zwischen dem Frauenanteil in Aufsichtsräten und der finanziellen Performance eines Unternehmens sehr gering und meist nicht statistisch signifikant.

Insgesamt zeigt sich ein Forschungsstand, nach dem nicht eindeutig von einem positiven Zusammenhang zwischen dem Frauenanteil in Aufsichtsräten und der finanziellen Performance von Unternehmen ausgegangen werden kann. Dagegen wirken sich Ansätze zu einer verbesserten Gendergerechtigkeit in Führungsgremien offenbar positiv auf die Reputation von Unternehmen aus.

### 3 Motive der neuen IPO-Richtlinie von Goldman Sachs

Die Begleitung von Börsengängen (IPOs, Initial Public Offerings) zählt für Goldman Sachs als US-amerikanische, global agierende Investmentbank zu den Kernaktivitäten. Im Jahr 2019 erzielten solche Underwriter-Tätigkeiten einen Gewinn von 3,6 Milliarden US-Dollar, dies entsprach 47 % des Investmentbanking-Gewinns bzw. 9,8 % des Gesamtgewinns der Bank (The Goldman Sachs Group, Inc. 2020). Zu den bekanntesten IPOs der vergangenen Jahre, die von Goldman Sachs mandatiert wurden, zählen u.a. die Technologie-Startups Twitter (2013) und Uber (2019) sowie die Börsengänge Saudi Aramco (2019), Alibaba (2014) und Softbank (2018). Aktuell beschäftigt Goldman Sachs 38.300 Mitarbeiter weltweit. 37,8 % der Mitarbeiter in den USA sind weiblich, in den hohen Managementpositionen beträgt der Frauenanteil 21,6 % (Goldman Sachs 2017). Der Auf-

sichtsrat von Goldman Sachs besteht im Mai 2020 aus elf Personen, darunter vier Frauen sowie zwei Männer nicht-weißer Hautfarbe.

Während des Weltwirtschaftsforums 2020 am 23.01.2020 in Davos, Schweiz, verkündete Goldman Sachs CEO David Solomon, das Unternehmen werde bei der zukünftigen Auswahl von IPOs einer neuen, verbindlichen Richtlinie folgen und beginnend am 1. Juli 2020 nur noch IPOs mandatieren, deren Aufsichtsrat nicht ausschließlich aus männlichen Personen mit weißer Hautfarbe besteht. Emittenten, die diesen Anforderungen nicht entsprechen, werden von der Bank bei einem Börsengang dann nicht mehr unterstützt. Anwendung findet die Regelung auf die USA und Europa. Zum Jahr 2021 soll dieses Kriterium auf mindestens zwei diverse Aufsichtsratsmitglieder erhöht werden. Der Fokus soll dabei auf weiblichen Aufsichtsratsmitgliedern liegen.

Laut Solomon ist die neue IPO-Richtlinie ökonomisch motiviert: „This decision is rooted first and foremost in our conviction that companies with diverse leadership perform better“ (Goldman Sachs 2020). In den letzten vier Jahren sei die Performance von US-amerikanischen IPOs mit mindestens einer Frau im Aufsichtsrat signifikant besser gewesen verglichen mit IPOs, deren Aufsichtsrat ausschließlich aus Männern bestand. Zugleich seien mit einer stärkeren Gleichstellung aber auch Vorteile für die Gesellschaft als Ganzes verbunden. Während in der oben erwähnten Rede nicht formal definiert wird, auf welche Performance David Salomon konkret abzielt, erscheint es im gegebenen Kontext aber nahezu liegen, dass hier eine längerfristige Performance gemeint ist.

Vor dem Hintergrund der widersprüchlichen Ergebnisse empirischer Studien, die den direkten Zusammenhang zwischen Frauen in Aufsichtsräten und dem finanziellen Unternehmenserfolg untersuchen, kann vermutet werden, dass entgegen der offizieller Verlautbarung hier nicht das primäre Motiv zur Einführung der neuen IPO-Richtlinie liegt. Im Zentrum stand vermutlich eher das Motiv einer Verbesserung der eigenen Unternehmensreputation. Die Literaturanalyse hat gezeigt, dass sich öffentlichkeitswirksame Selbstverpflichtungen zur Diversität positiv auf die Reputation von Unternehmen auswirken. Diesem Aspekt kommt eine umso höhere Bedeutung zu, als die Gendergerechtigkeit bei Goldman Sachs eine auch öffentlich diskutierte Rolle spielt.

Im Jahr 2010 reichten zwei ehemalige Mitarbeiterinnen wegen Genderdiskriminierung Klage gegen Goldman Sachs ein. Die beiden Frauen warfen ihrem ehemaligen Arbeitgeber ungleiche Bezahlung zwischen männlichen und weiblichen Angestellten, das Fördern einer Männerkultur sowie die Duldung der Sexualisierung weiblicher Mitarbeiter vor. Männliche Angestellte würden stets bevorzugt, und Geschlechterstereotypen sowie Frauenfeindlichkeit seien Bestandteil der Unternehmenskultur (McSherry 2014; Solomon 2014). 2018 entschied ein Bundesgericht, dass die beiden Klägerinnen ihre Anklage in einer Sammelklage fortführen können. Das Gericht befand, es gäbe "bedeutende Beweise für eine diskriminierende Ungleichbehandlung". Außerdem sah das Gericht es als erwiesen an, dass Goldman Sachs sich "der Geschlechterdisparitäten und der geschlechtsspezifischen Voreingenommenheit bewusst sei", aber nichts dagegen tun würde. Dem Klagepunkt einer Männerkultur, in der Frauen Belästigungen und Vergeltungsmaßnahmen ausgesetzt sind, wurde jedoch nicht stattgegeben (Stempel 2018). Vor dem Hintergrund solcher öffentlichkeitswirksamer Vorkommnisse liegt es nahe, dass Goldman Sachs mit der neuen IPO-Richtlinie auch die Übereinstimmung mit dem aktuellen ethischen Konsens im Hinblick auf die Anforderungen an Gleichstellung und Diversität demonstrieren und damit auch sein eigenes Legal Risk reduzieren möchte.

Verstärkt wird dies möglicherweise dadurch, dass BlackRock die Firmen im Russel 1000 Index bereits 2018 aufgefordert hat, ihre geschlechtsspezifische Diversität zu erhöhen, wenn ihrem Board of Directors weniger als zwei Frauen angehörten (Chasan 2018). Hierdurch kann für Goldman Sachs ein gewisser Druck entstanden sein, nicht hinter anderen Investmentbanken zurückzustehen bzw. sogar noch einen Schritt weiter zu gehen und eine verbindliche Richtlinie zu verabschieden.

Für die Einschätzung der Motive ist schließlich interessant, dass die neue IPO-Richtlinie zunächst auf Europa und die USA beschränkt ist, wo starke politische Bewegungen in Richtung Gleichstellung und teilweise auch bereits Quotenregelungen bestehen und insofern erwartet werden kann, dass durch diesen Ansatz eine Verbesserung des Unternehmensimages erreicht wird. Den Wachstumsmarkt Asien, in dem die Gleichstellung bisher nicht in gleichem Umfang diskutiert wird, lässt die Richtlinie hingegen außen vor, möglicherweise auch, um damit das Risiko hoher Gewinneinbußen zu vermindern (siehe hierzu auch Abschnitt 5.4).

Insgesamt wird deutlich, dass vermutlich verschiedene Motive für die Verabschiedung der Richtlinie relevant waren. Eine wichtige Rolle spielt dabei aber, dass die Richtlinie das Unternehmen zeitgemäß und fair erscheinen lässt, wovon alle Shareholder, inklusive Underwriter, profitieren können. Allerdings ist es bei dieser Motivlage umso bedeutender, dass mit der Richtlinie auch deutliche Restriktionen einhergehen.

Entsprechende Hinweise auf allgemeine Markterwartungen für solche deutlichen Restriktionen liefern die Aktienkursreaktionen der Goldman Sachs-Aktie im Umfeld der Rede. Zur Quantifizierung wurde eine Ereignisstudie unter Einsatz eines Marktmodells mit vier verschiedenen Aktienindices als Benchmark herangezogen. Tabelle 1 zeigt die kumulierten abnormalen Renditen, die unter Zugrundelegung des Schätzfensters [-276,-14] berechnet wurden. Als Ergebnis werden negative kumulierte abnormale Renditen nach der Ankündigung der neuen IPO-Richtlinie am 23. Januar 2020 und Renditen von -1,50 % bzw. -3,03 % in den ersten ein bzw. zwei Tagen nach der Ankündigung beobachtet. Betrachtet man den Index S&P500 Financials als Benchmark, betragen die kumulierten abnormalen Renditen sogar -2,3 % für ein zweitägiges Fenster vom 23. bis 24. Januar und -4,05 % für ein dreitägiges Fenster vom 23. bis 25. Januar. Diese negativen abnormalen Renditen weisen darauf hin, dass der Markt aggregiert die finanziellen Konsequenzen und den Reputationseffekt offenbar negativ beurteilt.

Benchmark	Ereignisfenster			
	[-2,+2]	[-1,+1]	[0,+1]	[0,+2]
S&P500 Financials	-5,27 %	-1,90 %	-2,35 %	-4,05 %
S&P500	-1,43 %	-0,63 %	-1,13 %	-0,74 %
Equally Weighted Market	-0,50 %	-0,76 %	-1,10 %	-1,38 %

**Tabelle 1: Goldman Sachs, kumulierte Abnormale Rendite von Goldman Sachs.**

Die kumulierten abnormalen Renditen mit drei verschiedenen Benchmarks und für vier Zeitfenster sind mit dem Marktmodell bei einem Schätzfenster [-276,-14] berechnet worden. Der Ankündigungstag, der 23.01.2020, wurde als der Tag Null betrachtet.

## 4 Ziele und Untersuchungsdesign der eigenen empirischen Studie

Ziel der Untersuchung ist es, die Auswirkungen der neuen IPO-Richtlinie von Goldman Sachs zu analysieren. Es wird zunächst aufgezeigt, inwieweit die neue Richtlinie bei IPOs zum Umdenken hinsichtlich der Aufsichtsratszusammensetzung führen kann oder ob auch bisher schon Aufsichtsräte bei Börsengängen ohne eine einzige Frau nur noch Einzelfälle darstellen. Danach wird ermittelt, inwieweit die von David Solomon vorgetragene Argumentation, IPOs mit mehr Frauen im Aufsichtsrat würden besser performen, mit Hilfe der Börsenkursrenditen, der Eigenkapitalrentabilität und der Gesamtkapitalrentabilität unterstützt werden. Schließlich wird aufgezeigt, welche zusätzlichen IPOs von Goldman Sachs im Untersuchungszeitraum hätten mandatiert werden können, die den neuen Richtlinien entsprochen hätten.

Im Rahmen der empirischen Untersuchung wird die neue IPO-Richtlinie auf IPOs angewendet, die im Zeitraum vom 01.01.2014 bis zum 31.05.2020 von Goldman Sachs mandatiert wurden. Die primäre Datenaggregation fand mit Hilfe der Datenbank Thomson One Banker und Datastream statt. Es wurden alle IPOs im Untersuchungszeitraum ermittelt, für die Goldman Sachs oder eine verbundene Schwester-/Tochterfirma als Book Runner, Co-Book Runner oder sonstiger Underwriter agierte. Die Datenbanksuche ergab 761 Suchergebnisse. Nach einer Bereinigung von Duplikaten blieben 665 IPOs, von denen 144 Börsengänge bis zum 31.05.2020 noch nicht erfolgt waren; sie wurden deshalb nicht weiter berücksichtigt.<sup>2</sup> Die verbleibenden 521 IPOs wurden in zwei Gruppen unterteilt: 391 IPOs aus den USA und Europa sowie 130 aus anderen geografischen Regionen. Über die ISINs wurden aus Thomson One Banker Datastream Daten über Aufsichtsratsgröße und dessen Frauenanteil ermittelt, die Ausgabe der Daten erfolgte in 77 monatlichen Intervallen. Für 5 IPOs konnten keine Aufsichtsratsdaten gefunden werden, da die Aktien nicht mehr gelistet oder sie von anderen Unternehmen aufgekauft wurden. Sie wurden im weiteren Verlauf nicht mehr berücksichtigt.

Somit lagen Aufsichtsratsdaten von 386 Goldman Sachs IPOs aus den USA und Europa vor. Aus den Daten der Aufsichtsratsgröße sowie dem Frauenanteil im Aufsichtsrat konnte die genaue Anzahl von Frauen im Aufsichtsrat ermittelt und dadurch festgestellt werden, ob ein Unternehmen gemäß dem Genderkriterium der neuen IPO-Richtlinie von Goldman Sachs (mindestens eine Frau im Aufsichtsrat) sowie deren zukünftiger Verschärfung (mindestens zwei Frauen im Aufsichtsrat) entspricht. Analog wurde für die 130 IPOs verfahren, die in anderen Regionen beheimatet sind. Weiterhin wurde der Gesamtwert jedes amerikanischen und europäischen Börsenganges berechnet, und es wurden mehrere Finanzkennzahlen für die Unternehmen abgefragt.

## 5 Untersuchungsergebnisse für IPOs mit Goldman Sachs-Mandat

### 5.1 Zusammensetzung der Aufsichtsräte

Zuerst wurde die Aufsichtsratszusammensetzung der 386 IPOs aus Europa und den USA zwischen 01.01.2014 und 31.05.2020 analysiert. Tabelle 2 fasst die Ergebnisse zusammen.

2 Das Jahr 2020 war insgesamt durch eine hohe IPO-Aktivität geprägt mit allein 420 Börsengängen in New York, von denen bis zu unserem Stichtag aber erst ca. 70 vollzogen waren, was die recht hohe Zahl an noch nicht durchgeführten IPOs hier zumindest in großen Teilen erklärt.

	Anzahl	Anteil
Durchschn. Aufsichtsratsgröße	8,24	
Durchschn. Frauenanzahl	1,38	16,8 %
Maximal eine Frau im Aufsichtsrat	234	60,62 %
Keine Frau im Aufsichtsrat	92	23,83 %
Eine Frau im Aufsichtsrat	142	36,79 %
Mind. zwei Frauen im Aufsichtsrat	152	39,38 %
Gesamtzahl Unternehmen	386	100,00 %

**Tabelle 2: Auswertung der Aufsichtsratszusammensetzung aller IPOs für USA und Europa**

Die Tabelle zeigt die Zusammensetzung des Aufsichtsrats nach Geschlechtern aller durchgeführten IPOs für USA und Europa zwischen 01.01.2014 und 31.05.2020 auf.

Insgesamt hätten nach der neuen Richtlinie ab dem Sommer 2020 23,83 % der zuvor von Goldman Sachs begleiteten IPOs der letzten sechseinhalb Jahre nicht mandatiert werden dürfen. Ab dem Jahr 2021 wären dies sogar 60,62 % gewesen.

Betrachtet man die Frauenanteile in den Aufsichtsräten der IPOs im Zeitablauf, so kann ein leichter Trend hin zu mehr Frauen in Aufsichtsräten festgestellt werden. Saß 2014 und 2015 noch bei 24,5 % bzw. 24,6 % der von Goldman Sachs mandatierten IPOs keine Frau im Aufsichtsrat, so waren es 2019 bzw. 2020 nur noch 16,9 % bzw. 18,2 %. Lediglich im Jahr 2014 hätten mehr als die Hälfte der mandatierten IPOs der verschärften Richtlinie entsprochen. Auf lange Sicht zeigt sich aber auch hier wieder der Trend, dass der Anteil der Unternehmen mit mehr als einer Frau im Aufsichtsrat zunimmt. Waren es 2014 bzw. 2015 noch 34,4 % bzw. 39,3 %, so sind es 2019 bzw. 2020 bereits 46,2 % bzw. 45,4 %. Trotz dieses Aufwärtstrends wiesen die bis zum Stichtag 31.05.2020 letzten vier durchgeführten IPOs allesamt weniger als zwei Frauen in ihren Aufsichtsräten auf, in zweien saß eine Frau, in den anderen keine.

Von den 386 berücksichtigten IPOs kamen 72 % (278) aus den USA, etwas mehr als ein Viertel (28 %; 108) aus Europa. Betrachtet man die Untersuchungsergebnisse nach Herkunft der Unternehmen getrennt, so werden deutliche Unterschiede sichtbar. In 27,7 % der US-amerikanischen IPOs war keine Frau im Aufsichtsrat, in 39,6 % der Unternehmen genau eine Frau. Lediglich 32,7 % – und damit weniger als ein Drittel – der Unternehmen hatten zwei oder mehr Frauen in ihrem Aufsichtsrat und hätten damit noch nach der verschärften IPO-Richtlinie ab dem Jahr 2021 mandatiert werden dürfen. Bezüglich der IPOs europäischer Herkunft zeigt sich ein anderes Bild. Mehr als die Hälfte (56,5 %) der Unternehmen hatten zwei oder mehr Frauen in ihrem Aufsichtsrat. Bei 32 % der Unternehmen war es genau eine Frau, weniger als jedes siebte Unternehmen (13,8 %) hatte keine Frau im Aufsichtsrat.

Die deutlichen Unterschiede können auch durch die verschiedenen politischen Rahmenbedingungen erklärt werden. In Europa gibt es in einigen Ländern gesetzliche Quotenregelungen oder Selbstverpflichtungen. So trat in Deutschland 2016 das *Gesetz für die gleichberechtigte Teilhabe von Frauen und Männern an Führungspositionen in der Privatwirtschaft und im öffentlichen Dienst* in Kraft. Hiernach müssen börsennotierte sowie mitbestimmungspflichtige Unternehmen in ihren Aufsichtsräten einen Frauenanteil von mindestens 30 % aufweisen (Deutscher Bundestag, 2015). Nach Einführung des Gesetzes stieg der Frauenanteil in den betroffenen Aufsichtsräten von 21,4 % 2015 auf 33,5 % Mitte 2019 (FidAr 2019). In börsennotierten Unternehmen, die nicht der Regelung unterliegen, konnte keine ähnlich ausgeprägte Entwicklung festgestellt werden (Ernst & Young

GmbH 2020), und die Bedeutung von Geschlechterdiversität erscheint aus Investorensicht eher niedrig (Hinrichsen et al. 2018). In den USA gibt es keine landesweiten gesetzlichen Regelungen für Frauenanteile in der Privatwirtschaft. Lediglich der Staat Kalifornien verabschiedete Ende 2018 ein Gesetz zur Regelung von Frauenanteilen in Aufsichtsräten. Hiernach müssen dort ansässige Unternehmen seit 2019 in einem fünfköpfigen Aufsichtsrat mindestens zwei Frauen sowie ab 2021 in einem siebenköpfigen Aufsichtsrat mindestens drei Frauen aufweisen (California State Senate 2018). Aktuell sind in den USA 26,1 % der Aufsichtsratsmitglieder der im Russell3000 gelisteten Unternehmen weiblich (Businesswire 2021).

## 5.2 Emissionsvolumen der IPOs

Die Provision, die Goldman Sachs aus der Begleitung von Börsengängen erzielt, bemisst sich am Gesamtvolumen der ausgegebenen Anteile. Das Mandatieren von IPOs mit einem hohen Emissionsvolumen ist daher für Investmentbanken wesentlich lukrativer als das Mandatieren bei kleinen Börsengängen. Die im Untersuchungszeitraum analysierten 386 IPOs weisen ein gesamtes Emissionsvolumen im Wert von 225,38 Milliarden US-Dollar auf. Dies entspricht einem durchschnittlichen Emissionsvolumen von rund 584 Millionen US-Dollar pro Börsengang, der Median liegt bei 331,5 Millionen US-Dollar.

Aufgrund ihrer großen Bedeutung für Goldman Sachs wurden die 30 IPOs mit dem höchsten Emissionsvolumen noch einmal gesondert auf ihre Aufsichtsratszusammensetzung betrachtet. Die Unternehmen wiesen mit durchschnittlich 10,4 Personen deutlich größere Aufsichtsräte als die Gesamtheit der Unternehmen auf. Auch ihr Frauenanteil ist mit 20,83 % deutlich über dem aller 386 untersuchten Unternehmen. Die 30 IPOs mit den höchsten Emissionswerten sind damit weit weniger von Goldman Sachs' neuer IPO-Richtlinie betroffen als die Gesamtheit der untersuchten Unternehmen. In 6 der Unternehmen befand sich keine Frau im Aufsichtsrat, sie hätten nicht von Goldman Sachs begleitet werden dürfen. In 4 weiteren Unternehmen befand sich genau eine Frau im Aufsichtsrat, so dass sie nach der Verschärfung der Richtlinie zum Jahr 2021 ebenfalls nicht mandatiert werden dürfen. Auffällig ist, dass aus den oberen 10 kein einziges Unternehmen von der neuen IPO-Richtlinie betroffen gewesen wäre. Bei den zehn größten Börsengängen sitzen durchschnittlich 2,9 Frauen im Aufsichtsrat. Von den 81,9 Milliarden US-Dollar Emissionsvolumen, die die 30 größten IPOs auf sich vereinigen, wären durch die neue IPO-Richtlinie Emissionen im Wert von 13,3 Milliarden US-Dollar betroffen, dies entspricht 16,24 % des Top 30 Volumens. Diese Unternehmen hätten nicht betreut werden dürfen, da sich in ihren Aufsichtsräten keine Frau befand. Die 4 weiteren Unternehmen, die von der verschärften Richtlinie zum Jahr 2021 betroffen gewesen wären, vereinigen 7,6 Milliarden US-Dollar Emissionsvolumen auf sich. Somit hätten nach der verschärften IPO-Richtlinie IPOs im Wert von 20,9 Milliarden US-Dollar nicht begleitet werden dürfen, dies entspricht einem Anteil von 25,5 % am Volumen der Top 30 IPOs, was eine erhebliche Provisionseinbuße für Goldman Sachs bedeutet hätte.

Tabelle 3 illustriert zusammenfassend, wie sich die neue IPO-Richtlinie auf die von Goldman Sachs durchgeführten IPOs auswirkt. Insgesamt hätte Goldman Sachs nach ihrer neuen IPO-Richtlinie IPOs im Wert von 45,2 Milliarden US-Dollar nicht mandatieren dürfen. Nach Verschärfung dieser Richtlinie wären es knapp 105 Milliarden US-Dollar gewesen, das sind 46,58 % des Gesamtvolumens.

	Anzahl	Anteil	Wert (in US-D)	Anteil
Keine Frau im Aufsichtsrat	92	23,83 %	45.250.117.482	20,08 %
Eine Frau im Aufsichtsrat	142	36,79 %	59.735.697.708	26,50 %
Mind. zwei Frauen im Aufsichtsrat	152	39,38 %	120.394.898.449	53,42 %
Gesamtzahl Unternehmen	386	100 %	225.380.713.639	100 %

**Tabelle 3: Vergleich des IPO-Volumens nach unterschiedlichen Frauenanteilen im Aufsichtsrat**

Die Tabelle zeigt die absolute und relative Anzahl und das Volumen der IPOs mit keiner Frau, einer Frau und zwei Frauen im Aufsichtsrat.

Keiner der 386 IPOs wurde von nur einer einzigen Bank durchgeführt. Die auszugehenden Wertpapiere werden unter den beteiligten Banken aufgeteilt, meist zu ungleichen Teilen. Da nicht für jedes IPO die exakte Verteilung der Wertpapiere unter den Banken ermittelt wurde und die Provisionssätze nicht in allen Fällen öffentlich bestätigt sind, lässt sich der Verlust, den die IPO-Richtlinie für Goldman Sachs im Untersuchungszeitraum bedeutet hätte, nicht genau beziffern. Unter der vereinfachenden Annahme, dass die IPO-Provisionen für alle IPOs eine sehr ähnliche Höhe haben, wird approximiert, dass Goldman Sachs auf 20,08 % ihrer entsprechenden Einnahmen respektive 46,58 % ihrer Einnahmen nach Verschärfung der Richtlinie zum Jahr 2021 hätte verzichten müssen. (Zur Berechnung wurde hier das auch in den sogenannten League Tables aufgeführte gesamte unter Einbeziehung von Goldman Sachs in IPOs am Markt platzierte Aktienvolumen herangezogen und dann der Anteil dieses Volumens berechnet, der aufgrund der IPO-Richtlinie nicht hätte übernommen werden dürfen.)

### 5.3 Aktienkursrendite, Eigenkapitalrentabilität und Gesamtkapitalrentabilität

In der Ankündigung von Goldman Sachs, zukünftig keine IPOs ohne Frauen im Aufsichtsrat mehr zu mandatieren, wurde u.a. die bessere Performance von IPOs mit Frauen im Aufsichtsrat als Argumentation aufgeführt, was in der Literatur kontrovers diskutiert wird. Um die Argumentation von CEO David Solomon zu unterlegen, wurden die Aktienkursrenditen, die Eigenkapitalrentabilität (ROE) und die Gesamtkapitalrentabilität (ROA) der von Goldman Sachs begleiteten IPOs im Untersuchungszeitraum analysiert. Die Ergebnisse dieser Auswertungen erscheinen recht inkonsistent. Mit Blick auf die Aktienkursperformance fallen die Renditen der ersten sechs bzw. zwölf Monate nach der Erstnotierung für IPOs mit weniger als zwei Frauen im Aufsichtsrat durchschnittlich deutlich höher aus, bei der rechnungslegungsbasierten Kenngröße Eigenkapitalrentabilität dreht sich die Aussage aber. Bei Betrachtung der Gesamtkapitalrentabilität kommt dann wieder ein gegenteiliges Bild zum Ausdruck. Generell verbieten sich aber alle Aussagen zur Performance ohne Einbeziehung von Kontrollvariablen wie etwa Unternehmensgröße oder Branche, so dass wir diese Auswertungen eher als grobe Indikatoren der Motivanalyse sehen. Die uneinheitlichen Zahlen sprechen tendenziell dafür, dass Goldman Sachs die Richtlinie aus Reputationsgründen implementiert hat und nicht mit Blick auf erwartete Performanceunterschiede (die auch nicht eindeutig in der Literatur zu finden sind).

Um hier weiteren Aufschluss zu gewinnen, wurde eine Regressionsanalyse durchgeführt, die die Performance der neu börsennotierten Unternehmen im Datensatz zu erklären versucht. David Solomon hat in seinen Ausführungen eine Spezifikation des Performancebegriffes offengelassen. Im Sinne einer Investmentbank liegt es nahe, die Performance über

die Entwicklung des Aktienkurses zu erfassen. Dementsprechend wird untersucht, ob die Existenz mindestens einer Frau sowie der Frauenanteil im Aufsichtsrat die kurz- und mittelfristigen Aktienrenditen von Börsengängen beeinflussen. Die Rendite am ersten Tag und die abnormalen Buy-Hold-Renditen repräsentieren hierbei die IPO-Performance. Für die abhängigen Variablen folgen wir der Methodik von Schmuhl & Schnier (2013) und ziehen als abhängige Variablen die Rendite am ersten Tag (UNDERPRICING) sowie die abnormalen Buy-and-Hold-Renditen 90, 180 und 360 Tage nach dem Börsengang (BHAR 90, BHAR 180 und BHAR 360) heran für alle 521 Börsengänge weltweit. Die abnormale „Buy and Hold“-Rendite für Unternehmen  $i$   $n$  Tage nach dem Börsengang mit „MSCI International Price“-Index als Benchmark wird wie folgend berechnet:

$$BHAR_n^i = \pi_{t=0}^n(1 + r_t^i) - \pi_{t=0}^n(1 + r_t^{index})$$

Bei vier dieser Börsengänge in unserem Datensatz liegen keine Daten vor, da sie bereits dekotiert oder von anderen Unternehmen übernommen wurden. Bei der Wahl der Kontrollvariablen orientieren wir uns an Reutzel & Belsito (2014).

Die deskriptiven Statistiken der unabhängigen Variablen fasst Tabelle 4 zusammen. Offensichtlich variiert die Zahl der Frauen von 0 bis 6 mit einem Durchschnitt von 1,31. Im Durchschnitt haben 0,75 % der IPOs mindestens eine Frau im Aufsichtsrat. 27 % der Unternehmen im Datensatz werden durch Risikokapital unterstützt. Das Alter der Unternehmen variiert stark, und mehr als die Hälfte der meist jungen Unternehmen hat ein Alter von weniger als 16 Jahren.

Variable	N	Min	Median	Mittelwert	Max	NV
WOMEN	516	0	1	1.31	6	0
WOMAN_D	516	0	1	0.75	1	0
BOARD_SIZE	516	1	8	8.22	25	0
OWNERSHIP	516	0	0	4.94	100	2
DIRECTOR_OWNERSHIP	516	0	0	4.64	95.3	2
PROCEEDS	516	43.49	367.8	828.76	2,6e+4	2
MONEY_LEFT	516	-5,3e+9	1,4e+7	8,2e+13	4,2e+15	2
LIST_DELAY7	516	0	1	0.93	1	0
VC	516	0	0	0.27	1	0
LOG_ASSETS	516	0	6.84	6.46	14.71	2
TOBINS	516	-260.34	2.4	3.49	230.39	2
ISSUER_SIZE	516	0	6.93	5.95	14.35	2
INCOME_PER_SHARE	516	0	0	0	0	2
AGE	516	0.1	15.6	46.93	120.49	2

**Tabelle 4: Deskriptive Statistik von Variablen**

Diese Tabelle zeigt die beschreibende Statistik der einbezogenen Variablen und Kontrollvariablen für die 516 global neu börsennotierten Unternehmen, die von Goldman Sachs mandatiert wurden.

Um den Einfluss von Frauen auf die IPO-Performance in den USA und Europa zu erfassen, fügen wir die Interaktionen des US-EUR-Dummys mit den Variablen in Bezug auf die Frauen im Aufsichtsrat hinzu. Die Ergebnisse der Regressionsanalyse sind im Online-Anhang zu sehen. Sie zeigt, dass weder die Frauenvariablen noch ihre Interaktionen mit der

Region USA und Europa einen statistisch signifikanten Einfluss auf die Rendite am ersten Tag oder die Renditen der ersten 90, 180 oder 360 Tage haben. Diese Ergebnisse stehen im Einklang mit der vorherrschenden Meinung in der Literatur (z.B. Mohan & Chen 2004; Kaur & Singh 2015; Handa & Singh 2016; Arora & Singh 2020). Lediglich McGuinness (2016) kommt zu dem Ergebnis, dass die weiblichen Direktoren einen positiven Einfluss auf die Performance des Unternehmens haben, wenn Frauen in Aufsichtsräten arbeiten, die nicht von familiären Bindungen betroffen sind. Unsere Befunde lassen sich dahingehend interpretieren, dass die tatsächliche Intention von Goldman Sachs, eine stärkere Geschlechtervielfalt bei Börsengängen zu regulieren, nicht in Zusammenhang mit der kurz- oder mittelfristigen Performance der börsennotierten Unternehmen steht.

### 5.4 IPOs außerhalb der USA und Europa

Für einen Ausblick auf die zukünftige Entwicklung der IPO-Politik von Goldman Sachs werden abschließend die begleiteten IPOs in anderen Regionen betrachtet. Im Untersuchungszeitraum betreute Goldman Sachs dort 130 IPOs, mehr als zwei Drittel davon in Asien. Unter den mandatierten asiatischen IPOs befinden sich auch die drei bis heute größten Börsengänge weltweit: Saudi Aramco (2019, Saudi-Arabien, 25,6 Milliarden US-Dollar), Alibaba (2014, China, 25 Milliarden US-Dollar) und SoftBank (2018, Japan, 23,5 Milliarden US-Dollar).

Die IPOs in diesen Regionen liegen im Hinblick auf die Frauenrepräsentation in Aufsichtsräten weit hinter den US-amerikanischen und europäischen IPOs zurück. Bei einer durchschnittlichen Aufsichtsratsgröße von 8,16 Personen sind im Durchschnitt nur 1,04 Frauen pro Aufsichtsrat vertreten, dies entspricht einem Frauenanteil von 12,68 %. 30 % der Unternehmen hatten keine Frau in ihrem Aufsichtsrat. In weiteren 46,92 % der Unternehmen befand sich genau eine Frau im Aufsichtsrat. Damit hätten mehr als drei Viertel der Unternehmen nach der Verschärfung der IPO-Richtlinie zum Jahr 2021 nicht von Goldman Sachs begleitet werden können. Darunter fallen auch die drei Rekord-IPOs Saudi Aramco, Alibaba und SoftBank.

Es wird deutlich, dass die regionale Ausrichtung der Richtlinie für IPOs so gewählt wurde, dass besonders lukrative Großtransaktionen in Regionen mit wenig ausgeprägter Gendergerechtigkeit möglich bleiben, was den positiven Reputationseffekt abschwächen sollte.

### 5.5 IPOs, die stattdessen hätten mandatiert werden können

Da durch die neue IPO-Richtlinie im Untersuchungszeitraum eine Vielzahl von IPOs nicht hätte mandatiert werden können, ist davon auszugehen, dass sich Goldman Sachs zukünftig noch verstärkt um IPOs bemüht, die in der Vergangenheit nicht mandatiert worden sind, um die eigenen personellen Kapazitäten nicht ungenutzt zu lassen. Insgesamt gab es zehn IPOs ohne Goldman Sachs-Beteiligung mit einem Emissionsvolumen von über zwei Milliarden US-Dollar, wie etwa der des deutschen Bremssystemherstellers Knorr-Bremse aus dem Jahr 2019 im Wert von über 4,4 Milliarden US-Dollar, gefolgt von der niederländischen Bankengruppe ABN Amro aus dem Jahr 2015 mit einem Volumen von über 4,1 Milliarden US-Dollar und dem dänischen Energiekonzern Ørsted aus dem Jahr 2016 mit Emissionen im Wert von knapp drei Milliarden US-Dollar. Unter den größten nicht mandatierten IPOs findet sich auch der US-amerikanische Fahrdienstleister Lyft, der gleichzei-

tig Hauptkonkurrent von Uber ist, dem größten von Goldman Sachs mandatierten IPO im Untersuchungszeitraum. Unter den aufgeführten zehn nicht mandatierten IPOs fand sich mit Sunrise Communications lediglich ein Unternehmen, welches zum Zeitpunkt seines Börsenganges keine Frau in seinem Aufsichtsrat hatte. Bei einem weiteren Unternehmen, NN Group, befand sich genau eine Frau im Aufsichtsrat. Neun der zehn Unternehmen hätten der neuen IPO-Richtlinie entsprochen, acht von ihnen auch der Verschärfung zum Jahr 2021.

## 6 Diskussion der Ergebnisse

Die Investmentbank Goldman Sachs hat sich mit ihrer neuen IPO-Richtlinie Selbstrestriktionen unterworfen, die das Geschäft mit Börsengängen formal einschränken. Das Ziel unserer Analyse war zum einen, ein Verständnis der Motivation dieser Selbstbeschränkung zu gewinnen, zum anderen sollte erfasst werden, welche ökonomischen Konsequenzen die Beschränkung in der Vergangenheit gehabt hätte, welche Geschäfte also nicht hätten durchgeführt werden dürfen. Wir interpretieren diesen Geschäftsumfang als Indikator für die Bedeutung der Restriktion.

Der Literaturüberblick hat gezeigt, dass Gender- und Diversitätsmaßnahmen in Unternehmen oft einen direkten, positiven Einfluss auf die Unternehmensreputation haben. Dieses Motiv ist bei Goldman Sachs naheliegend, da die Investmentbank in der Vergangenheit mehreren Anschuldigungen ausgesetzt war, sie würde eine Männerkultur fördern und weibliche Mitarbeiter benachteiligen. CEO David Solomon begründete die Richtlinie jedoch vor allem damit, dass IPOs mit mehr Frauen in ihren Aufsichtsräten eine bessere finanzielle Performance erzielt hätten. Diese Thematik wird in der Literatur kontrovers diskutiert, eindeutige Nachweise für einen direkten positiven Zusammenhang zwischen Frauen in Führungspositionen und der finanziellen Performance gibt es aber nicht. Auch die Performance der von Goldman Sachs im Untersuchungszeitraum begleiteten IPOs weist nicht auf einen solchen Zusammenhang hin.

Eine Untersuchung von vergangenen Goldman Sachs IPOs in den USA und Europa zwischen 2014 und Mitte 2020 hinsichtlich von Frauen im Aufsichtsrat hat gezeigt, dass diese Richtlinie große Konsequenzen nach sich ziehen wird und nicht als reine PR-Maßnahme und Socialwashing interpretiert werden sollte, die lediglich den bereits erreichten Status Quo abbildet. Die Analyse vergangener IPOs offenbart, dass fast ein Viertel (23,83 %) aller von Goldman Sachs begleiteten IPOs im Untersuchungszeitraum zum Zeitpunkt ihres Börsenganges keine Frau in ihrem Aufsichtsrat aufwies. Mehr als ein Drittel aller Unternehmen (36,79 %) hatten genau eine Frau in ihrem Aufsichtsrat. Somit hätte Goldman Sachs rückblickend nach Verschärfung ihrer Richtlinie zum Jahr 2021 60,62 % ihrer bisherigen IPOs nicht mehr begleiten dürfen. Eine Auswertung des Emissionsvolumens belegt, dass dies 46,58 % des gesamten Emissionsvolumens entsprach. Die damit verbundenen Einbußen an Provisionseinnahmen wären für Goldman Sachs ein ernstzunehmender Verlust. Zudem würde es eine deutliche Rückstufung in den sogenannten IPO League Tables geben, die relative Positionierung von Goldman Sachs gegenüber wesentlichen Wettbewerbern verschiebt sich. Auch die Bereitschaft, eine solche Rückordnung hinzunehmen, spricht für ein kostspieliges Signal.

## 7 Fazit

Nachdem sich die Investmentbank Goldman Sachs auf dem World Economic Forum 2020 dazu verpflichtet hat, zukünftig nur noch IPOs in Europa und Nordamerika zu begleiten, deren Aufsichtsräte bzw. Boards ein Mindestmaß an Diversität aufweisen, stellte sich die Frage, ob damit überhaupt relevantes Geschäft im größeren Umfang betroffen wäre. Eine Analyse der von Goldman Sachs in den letzten sechs Jahren betreuten Börsengänge zeigt, dass es sich hier tatsächlich um eine Restriktion handelt, bei der in der Vergangenheit große Teile des Geschäfts hätten unterbleiben müssen. Die Restriktion erscheint somit durchaus bedeutsam. In dieser Hinsicht ist die Ankündigung für Goldman Sachs in den Tagen nach der Ankündigung mit negativen Kapitalmarktrenditen verbunden.

Es stellen sich nun für die weitere Forschung eine Reihe von sehr spannenden Fragestellungen. Zum einen lässt sich der Vorbildcharakter dieser Maßnahme in zweierlei Hinsicht demnächst untersuchen. Es wird zu beobachten sein, ob andere führende Investmentbanken dem Beispiel des Marktführers folgen. Zum anderen wird sich zeigen, ob ambitionierte IPOs der Richtlinie von Goldman Sachs folgen und ihre Aufsichtsräte vor dem Börsengang diverser zusammensetzen werden. Zugleich ist noch offen, ob sich Goldman Sachs selbst an die eigene Richtlinie hält und was passiert, wenn dagegen verstoßen wird. Gäbe es einen Aufschrei der Entrüstung mit auch finanziellen Konsequenzen?

Die Analyse hat aber auch das ökonomische Kalkül des regionalen Zuschnitts der Selbstbeschränkung offenbart. Die weltweit größten IPOs, bei denen die Frauenquote zuletzt regelmäßig nicht erfüllt war, fanden in Asien jenseits der IPO-Richtlinie statt.

Somit sind gerade die besonders attraktiven Wachstumsregionen der Weltwirtschaft von den Diversitätsvorgaben ausgeschlossen, was als Indikator gewertet werden kann, dass die Motivation zur Etablierung der Richtlinie wohl doch weniger der Glaube an eine überlegene Performance der diverser aufgestellten Börsengänge ist, sondern eher das gewünschte Reputationsbild von Goldman Sachs in der Öffentlichkeit. Entsprechende Unterstützung erfährt diese Interpretation durch die Ergebnisse einer multivariaten Regressionsanalyse, die keinen signifikanten Performanceeffekt durch weibliche Mitglieder in Aufsichtsorganen findet. Dieser Befund kann als ausgesprochen positives Signal gewertet werden, dass die Selbstrestriktion als Ausdruck für einen allgemeinen gesellschaftlichen Wandel zu sehen ist, und dass das Verfehlen von Mindestregeln der Diversität auch jenseits aller ökonomischer Vorteilhaftigkeiten nicht länger akzeptiert wird. In diesem Fall sollte es anderen Investmentbanken mit globaler Reputation schwerfallen, dem Vorbild nicht zu folgen.

Da die Analyse keinen positiven Einfluss der Ankündigung in Form von kumulativen abnormalen Renditen von Goldman Sachs innerhalb eines Zeitfensters um das Ankündigungsdatum zeigt, liegt es nahe zu vermuten, dass Goldman Sachs mit der neuen Richtlinie die positive Reputationswirkung höher als der Markt einschätzt und deshalb auf viele potentielle Einnahmen verzichten will. Alternativ sollte allerdings auch in Betracht gezogen werden, dass die Bank nur erwartet, dass in der Zukunft ganz überwiegend IPOs auftreten, die die Richtlinie erfüllen und darum kaum auf Mandate zu verzichten ist.

## Literaturverzeichnis

- Akoglu, H. (2018). User's Guide to Correlation Coefficients. *Turkish Journal of Emergency Medicine*, 18(3), 91–93. <https://doi:10.1016/j.tjem.2018.08.001>
- Ali, M., Ng, Y. L., & Kulik, C. T. (2014). Board Age and Gender Diversity: A Test of Competing Linear and Curvilinear Predictions. *Journal of Business Ethics*, 125(3), 497–512. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1930-9>
- Arora, N., & Singh, B. (2020). Corporate Governance and Underpricing of Small and Medium Enterprises IPOs in India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(3), 503–525. <https://doi.org/10.1108/CG-08-2019-0259>
- Businesswire (2021, 28. Oktober). Nearly 50 % of New Russell 3000 Directors Were Women in Q3 2021. <https://www.businesswire.com/news/home/20211028005282/en/Nearly-50-of-New-Russel-3000-Directors-Were-Women-in-Q3-2021>
- California State Senate (2018). Senate Bill No. 826 – An Act to Add Sections 301.3 and 2115.5 to the Corporations Code. [https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billTextClient.xhtml?bill\\_id=201720180SB826](https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billTextClient.xhtml?bill_id=201720180SB826)
- Cavero-Rubio, J. A., Collazo-Mazon, A., & Amoros-Martinez, A. (2019). Public Recognition of Gender Equality in the Workplace and Its Influence on Firms' Performance. *Women's Studies International Forum*, 76. <https://doi.org/10.1016/j.wsif.2019.102273>
- CNBC (2020, 23. Oktober). CNBC Transcript: Goldman Sachs CEO David Solomon Speaks with CNBC's "Squawk Box" From Davos Today. <https://www.cnbc.com/2020/01/23/cnbc-transcript-goldman-sachs-ceo-david-solomon-speaks-with-cnbc-squawk-box-from-davos-today.html>
- Chasan, E. (2018, 3. November). BlackRock Is Sick of Excuses for Corporate Boards Lacking Women. Bloomberg LLC. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-11-03/blackrock-is-sick-of-excuses-for-corporate-boards-lacking-women>
- Cook, A., & Glass, C. (2014). Do Diversity Reputation Signals Increase Share Value? *Human Resource Development Quarterly*, 25(4), 471–491. <https://doi.org/10.1002/hrdq.21183>
- Dale-Olsen, H., Schöne, P., & Verner, M. (2015). Women on Boards of Directors and Firm Performance: Evidence from Denmark and Norway. In F. Engelstad & M. Teigen (Hrsg.), *Firms, Boards and Gender Quotas: Comparative Perspectives* (S. 211–234). Emerald Group Publishing Limited.
- Deutscher Bundestag (2015). Bundesgesetzblatt Jahrgang 2015 Teil I Nr. 17. Bundesanzeiger Verlag. [https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav?start=%2F%2F\\*%5B%40attr\\_id%3D%27bgbl115017.pdf%27%5D#\\_\\_bgbl\\_\\_%2F%2F\\*%5B%40attr\\_id%3D%27bgbl115017.pdf%27%5D\\_\\_1643117098210](https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav?start=%2F%2F*%5B%40attr_id%3D%27bgbl115017.pdf%27%5D#__bgbl__%2F%2F*%5B%40attr_id%3D%27bgbl115017.pdf%27%5D__1643117098210)
- DiversityInc (2020). Diversity Inc – About the DiversityInc Top 50 process. <https://www.diversityinc.com/about-the-diversityinc-top-50-process/>
- Ernst & Young GmbH (2020). Mixed Leadership-Barometer Januar 2020. [https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKewjA7sLRgs31AhUJMewKHTfjDFoQFnoECA0QAQ&url=https%3A%2F%2Fassets.ey.com%2Fcontent%2Fdam%2Fey-sites%2Fey-com%2Fde\\_de%2Fnews%2F2020%2F01%2Fey-mixed-leadership-2020.pdf%3Fdownload&usg=AOvVaw3-n5IBjoABZqkc7xLseVz](https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKewjA7sLRgs31AhUJMewKHTfjDFoQFnoECA0QAQ&url=https%3A%2F%2Fassets.ey.com%2Fcontent%2Fdam%2Fey-sites%2Fey-com%2Fde_de%2Fnews%2F2020%2F01%2Fey-mixed-leadership-2020.pdf%3Fdownload&usg=AOvVaw3-n5IBjoABZqkc7xLseVz)
- Exchange-Rates.org (2020). <https://de.exchange-rates.org/>
- Farag, H., & Mallin, C., (2017). Board Diversity and Financial Fragility: Evidence from European Banks. In: *International Review of Financial Analysis*, 49, 98–112. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.12.002>

- FidAr (2019). Women on Board Index 185 2019. [https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEWiXvKOUGs31AhWH2aQKHQ86Df0QFnoECAIQAQ&url=https%3A%2F%2Fwww.fidar.de%2Fwebmedia%2Fdocuments%2Fwob-index-185%2F2019-06%2F190114\\_Studie\\_WoB-Index\\_185\\_III.pdf&usq=AOvVaw1QtXOsVn4CMf4zrg6vU4fl](https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEWiXvKOUGs31AhWH2aQKHQ86Df0QFnoECAIQAQ&url=https%3A%2F%2Fwww.fidar.de%2Fwebmedia%2Fdocuments%2Fwob-index-185%2F2019-06%2F190114_Studie_WoB-Index_185_III.pdf&usq=AOvVaw1QtXOsVn4CMf4zrg6vU4fl)
- Fombrun, C., & Shanley, M. (1990). What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233–258. <https://doi.org/10.5465/256324>
- Goldman Sachs (2017). Purpose & Progress – 2017 Environmental, Social and Governance Report. [https://www.responsibilityreports.co.uk/HostedData/ResponsibilityReportArchive/g/NYSE\\_GS\\_2017.pdf](https://www.responsibilityreports.co.uk/HostedData/ResponsibilityReportArchive/g/NYSE_GS_2017.pdf)
- Goldman Sachs (2020, 31. Mai). Goldman Sachs' Commitment to Board Diversity. <https://www.goldmansachs.com/what-we-do/investing-and-lending/launch-with-gs/pages/commitment-to-diversity.html>
- Greene, D., Intintoli, V. J., & Kahleb, K. M. (2020). Do Board Gender Quotas Affect Firm Value? Evidence from California Senate Bill No. 826. *Journal of Corporate Finance*, 60. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101526>
- Handa, R., & Singh B. (2015). Women Directors and IPO Underpricing: Evidence from Indian Markets. *Gender in Management*, 30(3), 186–205. <https://doi.org/10.1108/GM-02-2014-0011>
- Haslam, S. A., Ryan, M. K., Kulich, C., Trojanowski, G., & Atkins, C. (2010). Investing with Prejudice: The Relationship Between Women's Presence on Company Boards and Objective and Subjective Measures of Company Performance. *British Journal of Management*, 21(2), 484–497. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2009.00670.x>
- Helm, S. (2007). The Role of Corporate Reputation in Determining Investor Satisfaction and Loyalty. *Corporate Reputation Review*, 10, 22–27. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1550036>
- Herrera-Cano, C., & Gonzalez-Perez, M. A. (2019). Representation of Women on Corporate Boards of Directors and Firm Financial Performance. *Diversity within Diversity Management*, 22, S. 37–60. <https://doi.org/10.1108/S1877-636120190000022003>
- Hinrichsen, A., Schiereck, D., & von Ahsen, A. (2018). Gender Diversity Issues Within the Company and Beyond: Perceptions of Investor Relations Professionals in German-Speaking Europe. *Die Unternehmung*, 72(2), S. 109–125. <https://doi.org/10.5771/0042-059X-2018-2-109>
- Isidro, H., & Sobral, M. (2014). The Effects of Women on Corporate Boards on Firm Value, Financial Performance, and Ethical and Social Compliance. *Journal of Business Ethics*, 132, 1–19. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2302-9>
- Karpowitz, C. F., & Mendelberg, T. (2014). *The Silent Sex: Gender, Deliberation, and Institutions*. Princeton University Press. <https://doi.org/10.1017/S1537592715000766>
- Kaur, A., & Singh, B. (2015). Does gender diversity on Indian boards impede IPO underpricing?. *Management and Labour Studies*, 40(1–2), 194–205. <https://doi.org/10.1177/0258042X15601540>
- Mateos de Cabo, R., Gimeno, R., & Nieto, M. J. (2012). Gender Diversity on European Banks' Boards of Directors. *Journal of Business Ethics*, 109(2), 145–162. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1112-6>
- McGuinness, P. B. (2018). IPO Firm Performance and Its Link with Board Officer Gender, Family-Ties and Other Demographics. *Journal of Business Ethics*, 152(2), 499–521. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3295-3>
- McMillan, A., Aaron, J. R., & Cline, B. N. (2010). Investor Reactions to Diversity Reputation Signals. *Corporate Reputation Review*, 13(3), 184–197. <https://doi.org/10.1057/crr.2010.20>

- McSherry, M. (2014, 3. Juli). Goldman Sachs lawsuit: Wall Street giant is a 'boys club where drinking, strip clubs and sexism tolerated' <https://www.independent.co.uk/news/business/news/goldman-sachs-lawsuit-wall-street-giant-is-a-boys-club-where-drinking-strip-clubs-and-sexism-tolerated-9582743.html>.
- Mohan, N. J., Chen, C. R. (2004). Are IPOs priced differently based upon gender?. *The Journal of Behavioral Finance*, 5(1), 57–65. [https://doi.org/10.1207/s15427579jpfm0501\\_6](https://doi.org/10.1207/s15427579jpfm0501_6)
- Owen, A. L., Temesvary, J. (2018). The Performance Effects of Gender Diversity on Bank Boards. *Journal of Banking & Finance*, 90, 50–63. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.02.015>
- Pfeffer, J. (1996). *Competitive advantage through people*. Harvard Business School Press.
- Pletzer, J. L., Nikolova, R., Kedzior, K. K., & Voelpel, S. C. (2015). Does Gender Matter? Female Representation on Corporate Boards and Firm Financial Performance – A Meta Analysis. *PLoS ONE*, 10(6). <https://dx.doi.org/10.1371/journal.pone.0130005>
- Reguera-Alvarado, N., de Fuentes, P., & Laffarga, J. (2017). Does Board Gender Diversity Influence Financial Performance? Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 141, 337–350. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2735-9>
- Reutzel, C. R., & Belsito, C. A. (2015). Female Directors and IPO Underpricing in the US. *International Journal of Gender and Entrepreneurship*, 7(1), 27–44. <https://doi.org/10.1108/IJGE-09-2013-0059>
- Roberson, Q. M., & Park, H. J. (2007). Examining the Link Between Diversity and Firm Performance: The Effects of Diversity Reputation and Leader Racial Diversity. *Group & Organization Management*, 32(5), 548–568. <https://doi.org/10.1177/1059601106291124>
- Schmuhl, W., & Schnier, O. (2013). Post-Dotcom IPOs In Germany: After Crisis Developments In Underpricing. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 12(1), 45–62. <http://dx.doi.org/10.19030/iber.v12i1.7511>
- Solimene, S., Coluccia, D., & Fontana, S. (2017). Gender Diversity on Corporate Boards: An Empirical Investigation of Italian Listed Companies. *Palgrave Communications*, 3(1). <https://doi.org/10.1057/palcomms.2016.109>
- Solomon, J. (2020, 31. Mai). Suit Alleges 'Boys Club' Culture at Goldman. <https://money.cnn.com/2014/07/02/investing/goldman-sachs-lawsuit/index.html>
- Stempel, J. (2020, 31. Mai). U.S. Judge Certifies Goldman Sachs Gender Bias Class Action. <https://www.reuters.com/article/us-goldman-sachs-bias-lawsuit-idUSKBN1H61SN>
- The Goldman Sachs Group, Inc (2020). Full Year and Fourth Quarter 2019 Earnings Results. <https://www.goldmansachs.com/media-relations/press-releases/current/pdfs/2019-q4-results.pdf>

**Andreas Schütz** ist Technology Consultant, Enterprise Project Management bei Campana & Schott.

*Anschrift:* Campana & Schott Business Services GmbH, Gräpfstraße 99, 60487 Frankfurt

**Dirk Schiereck, Dr.**, ist Professor und Fachgebietsleiter für Unternehmensfinanzierung der Technischen Universität Darmstadt.

*Anschrift:* Technische Universität Darmstadt, Hochschulstraße 1, 64289 Darmstadt, Deutschland, Tel.: +49 (0)6151/16–24291, E-Mail: dirk.schiereck@tu-darmstadt.de

**Fatemeh Zare** ist Wissenschaftliche Mitarbeiterin am Fachgebiet Unternehmensfinanzierung der Technischen Universität Darmstadt.

*Anschrift:* Technische Universität Darmstadt, Hochschulstraße 1, 64289 Darmstadt, Deutschland, Tel.: +49 (0)6151/16–24293, E-Mail: fatemeh.zare@tu-darmstadt.de.

**Anette von Ahsen, Dr.**, ist Apl.-Professorin am Fachgebiet Rechnungswesen, Controlling und Wirtschaftsprüfung der Technischen Universität Darmstadt.

*Anschrift:* Technische Universität Darmstadt, Hochschulstraße 1, 64289 Darmstadt, Deutschland, Tel.: +49 (0)6151/16–24491, E-Mail: vonahsen@bwl.tu-darmstadt.de (korrespondierende Autorin)