

Debatte über eine Stärkung der Stellung der Aktionäre

Es wird immer deutlicher, dass die «Abzocker»-Initiative die Spielräume von Aktiengesellschaften stark einengen würde. Die folgenden Texte gelten der Rolle des Verwaltungsrats: Ist er Vertreter der Aktionäre, oder soll er die Stakeholder-Interessen wahrnehmen? In beiden Fällen wären die Minder-Rezepte zu restriktiv.

Weder die «Abzocker»-Initiative noch der Gegenvorschlag führen zum Ziel

Der Verwaltungsrat soll an alle Gruppen denken und nicht allein den Aktionären dienen. Von Margit Osterloh, Bruno Frey und Hossam Zeitoun

Verfechter der «Abzocker»-Initiative wie des Gegenvorschlags wollen die Aktionäre stärken. Der folgende Text sieht den Verwaltungsrat dagegen als Treuhänder mehrerer Gruppen.

Weder die «Abzocker»-Initiative noch der indirekte Gegenvorschlag werden zum Verschwinden überzogener Top-Management-Löhne führen. Hingegen werden sie in Unternehmen die Grundlagen dafür verschlechtern, Wettbewerbsvorteile durch schwierig imitierbare Kernkompetenzen zu schaffen. Beide Ansätze beruhen auf der falschen Annahme, dass die Aktionäre die Belange des Unternehmens besser vertreten können als ein funktionierender Verwaltungsrat (VR). Dessen Arbeit muss dringend verbessert werden, wie der Fall Vasella zeigt. Es ist ja der VR, welcher die exzessiven Saläre beschlossen hat. Deshalb sollten beide Vorlagen abgelehnt werden.

Wie wirkt «say on pay»?

Erstens lassen beide Vorlagen ausser Acht, dass Aktionäre sehr unterschiedliche Interessen haben. Mitunter sind diese sehr kurzfristig. Auch Aktionäre betätigen sich manchmal als «Abzocker». Ihre Macht wird aber durch die Möglichkeit der jährlichen Abwahl von Verwaltungsräten gestärkt. Das vorgesehene elektronische Abstimmungsverfahren kann dieses Problem kaum mindern. Es wird das ohnehin geringe Stimmengewicht der Kleinkaktionäre – auf welche beide Vorschläge in erster Linie abstellen – nur wenig vergrössern.

Darüber hinaus ist es keineswegs klar, dass die Gehälter des Top-Managements generell durch ungehinderte Selbstbedienung und nicht durch

Marktkräfte zustande kommen. Zwar sprechen viele Befunde dafür. Aber die ökonomische Forschung ist sich uneins. Katja Rost und Margit Osterloh, beide Professorinnen an der Universität Zürich, haben unter der Fragestellung «Der Anstieg der Management-Vergütung: Markt oder Macht?» die Meinung zahlreicher Fachleute zusammengestellt. Das Ergebnis heisst «unentschieden». Das spricht nicht dafür, dass die Schweiz eine Vorreiterrolle in Bezug auf die Strenge der Regulierungen für Management-Gehälter einnehmen sollte, welche sie mit der «Abzocker»-Initiative übernehme.

Ergebnisse aus den USA zeigen, dass neu eingeführte «Say on pay»-Rechte der Aktionäre wenig bewirken. Die Dodd-Frank Act von 2010 sieht vor, dass die Aktionäre aller grossen börsenkotierten Firmen alle drei Jahre konsultativ über die Vergütung der fünf obersten Managerinnen und Manager abstimmen. Obwohl die Durchschnitts- und Mediangehälter seit 2010 wieder steigen, haben 2011 in über 98% der Gesellschaften die Aktionäre mit Mehrheiten für die Kompensationspläne gestimmt, in mehr als 70% der Gesellschaften gab es Zustimmungsraten von 90% und darüber. Dies verleiht steigenden Vergütungen sogar zusätzliche Legitimität.

Der Wissenschatz der Firma

Zweitens ist der Verwaltungsrat keineswegs nur Interessenvertreter der Aktionäre, sondern des gesamten Unternehmens. Dazu gehören auch die Mitarbeitenden und in vielen Fällen weitere Anspruchsgruppen (Stakeholder), welche am langfristigen Wohlgehen des Unternehmens interessiert sind. Dies entspringt keineswegs sozialromantischen Vorstellungen, sondern einer modernen Unternehmenstheorie. Diese geht davon aus, dass heute Wissens-Koopera-

tionen zentral für die Kernkompetenzen und die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen und Volkswirtschaften sind. Langfristige Wettbewerbsvorteile entstehen, indem verschiedene Anspruchsgruppen – Aktionäre, Mitarbeitende, Lieferanten, Kunden, Vertreter des öffentlichen Interesses – aufeinander abgestimmte Ressourcen erzeugen. Diese sind umso weniger imitierbar (etwa durch Billiglohnländer), je stärker die Investitionen massgeschneidert auf die Firma ausgerichtet sind. Zudem sind sie umso stabiler, je mehr sie auf gemeinsamen Wissen und gemeinsamen Erfahrungen sowie kooperativen Beziehungen aufbauen.

Allerdings können solche Ressourcen durch formale Verträge schlecht abgesichert werden. Das gilt besonders, aber nicht nur, für das unternehmensspezifische Human- und Sozialkapital der Mitarbeitenden. Man denke an den 55-jährigen Facharbeiter, dessen firmenspezifischer Erfahrungs- und Beziehungsschatz verloren geht, wenn durch Entlassungen von Mitarbeitern wie ihm der Aktienwert kurzfristig gestiegt werden soll. Aus dieser Sicht hätte er besser in sein generelles Wissen investiert, das er nach seiner Entlassung auf dem Markt hätte verwerten können – dies hätte aber dem Unternehmen weniger langfristige Wettbewerbsvorteile gebracht. Hier setzt die Funktion des Verwaltungsrats ein: Dieser muss die Interessen der firmenspezifischen «Investoren in Human- und Sozialkapital» genauso schützen wie diejenigen der Kapitalinvestoren.

Damit erhält der Verwaltungsrat von der modernen Unternehmenstheorie eine Rolle zugeschrieben, die früher vielfach selbstverständlich war, heute aber vom Shareholder-Denken verdrängt wurde: Die Aufgabe des Verwaltungsrates ist die Vertretung des langfristigen Gesamtinteresses des Unter-

nehmens, das heisst aller Anspruchsgruppen, deren firmenspezifische Investitionen anderweitig nicht genügend abgesichert werden können.

Verwaltungsrat als Treuhänder

Für diese Rolle gibt es zwei Modelle: einerseits das Modell der direkten Interessenvertretung, wie es Management-Guru Michael Porter schon 1992 vorgeschlagen hat und wie es ansatzweise in zahlreichen europäischen Ländern realisiert ist (vgl. NZZ vom 30. 9. 06, S. 33). Andererseits das Modell der Treuhänderschaft, wie es in zahlreichen Gliedstaaten der USA gesetzlich möglich ist. Für die Schweiz ist im Aktienrecht eher das Treuhändermodell angelegt. Dieses würde allerdings mit der «Abzocker»-Initiative ebenso wie mit dem Gegenvorschlag durch ein deutlich aktionärszentriertes Leitbild abgelöst. Geschwächt würde damit die sozialpartnerschaftliche Zusammenarbeit, die in der Schweiz, Deutschland und Österreich dazu beigetragen hat, die Finanzmarktkrise besser als andere Länder zu überstehen.

Das Treuhändermodell ist mit Voraussetzungen verbunden, die derzeit nur bedingt erfüllt sind und die durch die beiden Vorlagen sogar verschlechtert würden. Erstens setzt es einen von den Aktionären hinreichend unabhängigen Verwaltungsrat voraus, damit dieser seine Funktion des Interessenausgleichs wahrnehmen kann. Das ist mit einer jährlichen Wahl durch die Aktionäre nicht vereinbar. Zweitens dürfen die Treuhänder-Verwaltungsräte nicht durch Vergütungen entlohnt werden, die nur am Aktionärsfolg orientiert sind. Dies würde ihre Neutralität zerstören. Sie müssten ein fixes Gehalt haben, so wie wir es schon seit langem auch für das Management fordern (vgl. NZZ vom 13. 3. 09, S. 25, und 28. 10. 10,

S. 32). Diese wichtige Bedingung ist beispielsweise beim Novartis-VR nicht erfüllt. Es würde eine bonusgetriebene Selbstbedienung unattraktiv machen. Derartige strukturelle Veränderungen der Anreize sind in den gegenwärtigen Vorlagen aber nicht vorgesehen.

Noch einmal überlegen

Beide Alternativen lösen das «Abzocker»-Problem nicht. Beide verschlechtern die Grundlagen der Sozialpartnerschaft sowie die Möglichkeit, schwierig imitierbare Kernkompetenzen zu schaffen – die «Abzocker»-Initiative allerdings deutlich mehr als der Gegenvorschlag. Beim derzeitigen Stand des Verfahrens bedeutet dies, dass die «Abzocker»-Initiative abgelehnt und anschliessend gegen den indirekten Gegenvorschlag ein Referendum eingeleitet werden sollte. Dazu müssten binnen 90 Tagen nach der Abstimmung 50 000 Unterschriften gesammelt werden. Danach sollten sich alle Beteiligten Zeit nehmen, um ein modernes Leitbild für die Reform des Aktienrechts auszuarbeiten, welches nicht ausschliesslich aktionärszentriert ist. Thomas Minder hat grosse Verdienste, eine wichtige Debatte angestossen zu haben. Aber das Schweizer Volk sollte seiner demokratischen Tradition treu bleiben und unzureichende Vorlagen in die politische Arena zurückgeben.

Margit Osterloh ist Professorin (em.) für Betriebswirtschaftslehre an der Universität Zürich, Professor of Management Science an der University of Warwick und Forschungsdirektorin von CREMA (Center for Research in Economics, Management and the Arts).

Bruno S. Frey ist Distinguished Professor of Behavioral Science an der University of Warwick und Forschungsdirektor von CREMA sowie Professor an der Zeppelin-Universität Friedrichshafen.

Hossam Zeitoun ist Postdoktorand und Visiting Fellow an der University of Warwick.

Der Spielraum der Aktionäre darf nicht eingeschränkt werden

Verwaltungsrat und Management sind in der AG im Grunde Auftragnehmer der Eigentümer. Von Kurt Schiltknecht

Die Aktiengesellschaft hat sich zum erfolgreichsten Unternehmensmodell entwickelt. Ihre Chancen sind umso besser, je freier die Aktionäre agieren können.

Heute werden in den Industrieländern bereits mehr als 50% der Güter in Aktiengesellschaften hergestellt. Der Siegeszug der Aktiengesellschaft wurde durch die Liberalisierung der Märkte und die Industrialisierung begünstigt. Das Bestehen im internationalen Wettbewerb erfordert häufig mehr Kapital, als ein Unternehmer aufbringen kann. Deshalb wurden im 17. Jahrhundert die ersten Aktiengesellschaften geschaffen.

Trennung Kapital/Management

Adam Smith, der Vordenker der freien Marktwirtschaft, hegte damals grosse Zweifel, ob diese Unternehmensform wegen der Trennung von Management und Eigentum erfolgreich sein werde. Nach seiner Auffassung würden die Manager ihre Interessen über diejenigen der Kapitalgeber stellen und mit dem ihnen zur Verfügung gestellten Kapital unsorgfältig umgehen. Seine Befürchtungen lagen somit auf der Linie der «Abzocker»-Initiative. Adam Smith hat sich geirrt. Die Aktiengesellschaft wurde eine Erfolgsgeschichte.

Die Geschichte ist indessen voll von Beispielen, in denen Manager ihre Macht missbrauchten, sich durch überzessive Saläre bereicherten oder die Aktionäre durch Prestigeinvestitionen schädigten. Immer mehr Leute hegen

deshalb Zweifel an der heutigen Organisation der Aktiengesellschaft und wollen mit Gesetzen die grössten Fehlentwicklungen vermeiden.

Es ist unbestritten, dass die Trennung von Kapital und Management die Schwachstelle einer Aktiengesellschaft ist. Bei der Lösung dieses Problems kommt dem Verwaltungsrat eine Schlüsselstellung zu. Er muss die Interessen der Aktionäre wahrnehmen. Damit er diese Aufgabe erfüllen kann, hat er die Oberleitung, er bestimmt die strategischen Ziele und ist verantwortlich für die Organisation, für die Ernennung, Abberufung, Entschädigung und Überwachung der mit der Geschäftsführung beauftragten Personen. Ein Verwaltungsrat kann bei einem Fehlverhalten das Management entlassen oder dessen Löhne den Leistungen anpassen. Toleriert ein Verwaltungsrat Fehlentwicklungen oder nimmt er die Interessen der Aktionäre nicht wahr, können ihn die Aktionäre wegen untreuer Geschäftsbesorgung einklagen oder abwählen. Das gilt auch im Falle von überzessigen Managemententschädigungen. Eine Abwahl ist allerdings nicht immer einfach, da einzelne Gesellschaften, so auch die bei der «Abzocker»-Initiative im Blickpunkt stehende Novartis, noch Stimmrechtsbeschränkungen haben.

Solche Restriktionen abzuschaffen, wäre sinnvoller als staatliche Eingriffe in die Lohngestaltung. Herr Vasella und seine «Abzocker»-Kollegen von den grossen Banken sind von wirtschaftlicher Warte aus betrachtet nicht so wichtig, dass sie es rechtfertigen, den vielen anderen Aktiengesellschaften ein Gesetzeskorsett überzuziehen. Die da-

mit einhergehenden Einschränkungen behindern sie bei der Suche nach erfolgreichen Managern oder nach einem für die Aktionäre erfolgversprechenden Entschädigungsmodell.

Aktionäre tragen das Risiko

Auf die Dauer werden sich in einem freien Markt Lösungen herauschälen, die für die Aktionäre und nicht für die moralisierenden Politiker am vorteilhaftesten sind. Schlecht geführte Unternehmen laufen Gefahr, von Investoren übernommen zu werden, die mit einem besseren Verwaltungsrat und besseren Management das Unternehmen wieder auf den Erfolgspfad zurückführen wollen.

Die Aktionäre einer Publikumsgesellschaft können die Detailprobleme in einer Unternehmung nicht erkennen, sie können aber sehr wohl die Qualität eines Verwaltungsrates beurteilen. Nicht alle Verwaltungsräte kommen ihren Aufgaben nach. Für das Versagen gibt es viele Erklärungen: Die Verwaltungsräte seien zu sehr mit dem Management verbunden oder seien inkompetent und führungsschwach, heisst es etwa. Entsprechend viele Vorschläge zur Korrektur werden präsentiert. So werden gesetzliche Regeln für die Zusammensetzung der Verwaltungsräte gefordert. In diesen sollten mehr unabhängige Personen oder Vertreter der übrigen Stakeholder, beispielsweise der Arbeitnehmer, vertreten sein. Bis heute fehlen Hinweise, dass ein Verwaltungsrat mit einem hohen Anteil aussenstehender Personen bessere Entscheidungen treffen würde. Die Ideen, die Verwaltungsräte von Gesetzes wegen

mit Vertretern der Stakeholder zu bestücken, verkennen den Charakter eines Unternehmens. Diese Ideen basieren auf der idealistischen Vorstellung, dass alle Stakeholder ein Interesse am langfristigen Erfolg einer Unternehmung hätten und ihr Mitwirken im Verwaltungsrat die inhärenten Konfliktlösungen erleichtern würde. Unternehmensstrukturen, die auf idealistischen Vorstellungen basieren, haben sich nur in Einzelfällen bewährt und deshalb nie durchgesetzt.

Bereits vor gut 80 Jahren hat der Nobelpreisträger Ronald Coase gesagt, dass ein Unternehmen durch ein dichtes Netz von Verträgen zwischen den Stakeholdern eines Unternehmens charakterisiert sei. Die Verträge mit den Aktionären unterscheiden sich dabei fundamental von denjenigen mit den übrigen Stakeholdern. In den Verträgen mit Letzteren werden die Konditionen für ein Zusammenwirken von vornherein festgelegt. Mit dem Lieferanten wird also vereinbart, zu welchen Kosten, in welcher Qualität und zu welchem Zeitpunkt die Produkte geliefert werden. Ähnliche Vereinbarungen werden mit den Kunden abgeschlossen.

Mit den Arbeitgebern wird vertraglich festgelegt, welche Entschädigungen sie für ihre Leistungen bekommen werden. Die Verträge sind allerdings nie so perfekt, dass sie alle möglichen künftigen Ereignisse berücksichtigen. Bei unvorhergesehenen Ereignissen können die Verträge modifiziert werden. Im Streitfall werden die Richter über die Vertragsinterpretation entscheiden.

Die einzigen Stakeholder, die nicht von vornherein wissen, wie viel sie er-

halten werden, sind die Aktionäre. Der Vertrag mit diesen sieht nur vor, dass sie den Rest (Gewinn oder Verlust) bekommen, der nach der Erfüllung aller anderen vertraglichen Vereinbarungen übrig bleibt, das bedeutet, dass sie das unternehmerische Risiko tragen.

Ein Korsett wäre schädlich

Dafür wollen sie mit einem Ertrag entschädigt werden, der langfristig über dem Zins auf risikolosen Papieren liegt. Die einzige Möglichkeit, die die Aktionäre zum Schutz ihres Kapitals haben, ist die Einsetzung eines Verwaltungsrats, der dafür sorgt, dass das Management den Ertrag langfristig steigert. Dieses Bestreben steht im Gegensatz zu den Interessen der übrigen Stakeholder. Da diese ihre Ansprüche bereits im Vornehin absichern können, müssen sie nicht im Verwaltungsrat vertreten sein. Allerdings sollten die Aktionäre die Freiheit haben, auch Stakeholder in den Verwaltungsrat zu wählen.

Die Erfolgsgeschichte der Aktiengesellschaften in den vergangenen 300 Jahren spricht eine deutliche Sprache. Trotz immer wieder auftretenden Fehlentwicklungen sind die Aktiengesellschaften in einer freien Wirtschaft der Garant für Wachstum und Wohlstand. Ihren Freiraum, auf dem letztlich ihr Erfolg beruht, mit der «Abzocker»-Initiative oder mit dem Gegenvorschlag einzuschränken, ist ein Spiel mit dem Feuer.

Kurt Schiltknechts Karriere umfasst neben seiner Tätigkeit als Honorarprofessor der Universität Basel Führungspositionen in der Nationalbank, der Bank Leu, der BZ-Gruppe sowie mehrere Verwaltungsratsmandate.