

Corporate Governance zahlt sich aus

Die Systeme der wertorientierten Unternehmensführung und -kontrolle werden immer mehr zu einem entscheidenden Wettbewerbsfaktor – und zwar für Unternehmen jeder Grösse.

Alexander E. Kobler



Kaum ein Thema reflektiert die tiefgreifende wirtschaftliche Verunsicherung zu Beginn dieses Jahrhunderts so prägnant wie Corporate Governance. Das Platzen von Aktienblase und Unternehmensphantasien, Bilanztricks an der Grenze zwischen Legalität und Kriminalität sowie medienwirksame persönliche Skandale haben die Diskussion angeheizt. Die Zahl der in der Schweizer Wirtschaftspresse publizierten Artikel zu diesem Thema hat sich seit 1999 beinahe verzehnfacht. Denn auch die Schweiz erwies sich für einmal nicht als Musterschüler und musste einige prominente Fälle mangelhafter Unternehmensführung und -kontrolle verkraften.

Unbestritten ist, dass die sichtbar geworden Schwachstellen in der Führung und Überwachung privater Unternehmen auszubessern sind. Über die richtigen Instrumente und Zielsetzungen scheiden sich allerdings die Geister. Wenngleich in der öffentlichen Diskussion grosse, börsenkotierte Firmen im Vordergrund

stehen, hat die Thematik auch für den unternehmerischen Erfolg und das Risikomanagement von KMU hohe Relevanz. Unterschiede bestehen hinsichtlich der idealen Ausprägung der Massnahmen, nicht aber bezüglich Ursachen oder Wirkungszusammenhängen.

Was beinhaltet dieser Trendbegriff?

So prägnant der angelsächsische Begriff «Corporate Governance» (CG) ist, dem noch kein ebenbürtiger deutschsprachiger Ausdruck gegenübersteht, so unscharf bleibt die darin enthaltene Substanz. Grundsätzlich dreht es sich um Verhalten, Zusammenspiel und Verantwortung verschiedener Parteien in der Geschäftstätigkeit. Je nach Definition schliessen die «Parteien» primär Aktionäre, Manager und Verwaltungsrat ein oder erweitern diesen Kreis um Mitarbeiter, Kunden, Zulieferer, Gläubiger und die Öffentlichkeit.

Die OECD definiert CG als «das System, durch welches Unternehmen geleitet und kontrolliert werden». Folgerichtig wird postuliert, dass die Anreize für Management und Verwaltungsrat so festgesetzt werden müssen, dass diese nur diejenigen Ziele verfolgen, welche im Interesse der Firma und der Aktionäre liegen. Selbst die OECD muss aber eingestehen, dass es kein einheitliches Modell für eine gute CG gibt. Unabhängig von der genauen Definition erfüllt CG keinen Selbstzweck. Sie hat vielmehr den nachhaltigen Erfolg der Unterneh-

mung als zentrale Zielsetzung zu unterstützen. Dass das nicht so einfach ist, hat seinen Grund in der Trennung von Eigentum und Unternehmensführung, welche mit der Schaffung moderner Gesellschaftsformen einher gegangen ist.

Corporation als Erfolgsmodell ...

Die «public corporation», d.h. die Kapitalgesellschaft im Publikumsbesitz, ist eine historisch relativ junge, aber umso erfolgreichere Institution. Je nach Weltregion hatten zwischen dem 17. und 19. Jahrhundert die wirtschaftlichen Projekte eine Gröszenordnung erreicht, welche die Finanzierungskraft und Risikotragfähigkeit auch der grössten Machthaber überschritten. Das Recht zur Emittierung von unbeschränkt gültigem Aktienkapital war erstmals 1602 der «Vereinigten Ostindischen Kompanie (V.O.C.)» gewährt worden. Diese benötigte Kapital zur Finanzierung der Erkundungsreisen in die neuen Kolonien.

Erfolg bedingt Zusammenspiel

Neben dem Pooling von Ressourcen besteht ein wesentlicher Vorteil dieser im Französischen treffend als «Société Anonyme» bezeichneten Rechtsform in der freien Transferierbarkeit der Eigentumsrechte und der Haftungsbeschränkung der Aktionäre auf ihren Kapitaleinsatz. Während Fremdkapitalgeber lediglich eine feste Verzinsung und die Rückzahlung des Leihbetrages erwarten, tragen Eigenkapitalgeber einen Teil des unternehmerischen Risikos mit und wollen entsprechend am Erfolg des Unternehmens



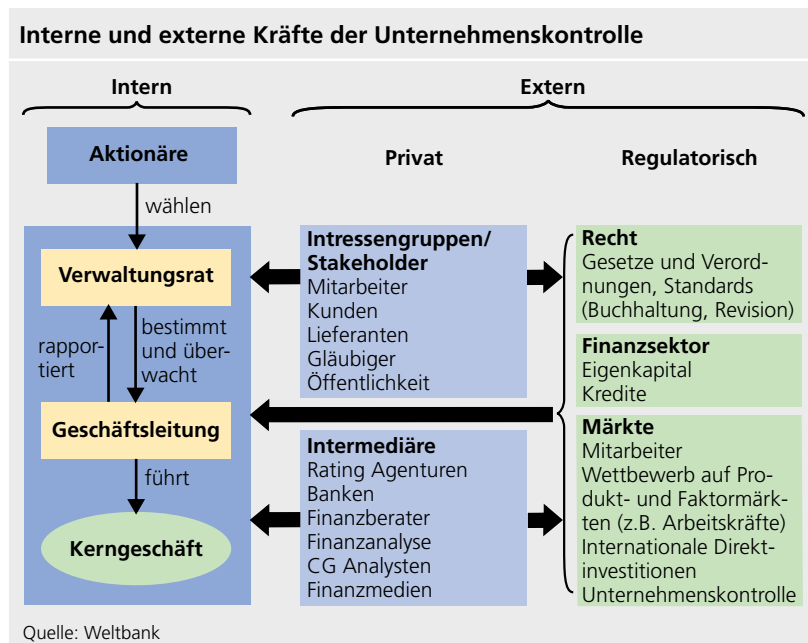
partizipieren. Aktienfinanzierung beinhaltet daher Kontroll- und Dividendenrechte, wobei letztere Residualansprüche darstellen. Diese fallen erst an, wenn die Ansprüche aller weiteren Interessengruppen wie Fremdkapitalgeber, Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten und Staat – auch als Stakeholder bezeichnet – beglichen sind.

... mit Schattenseiten

Wenngleich das Management nun nicht mehr notwendigerweise aus dem Kreis der Eigentümer rekrutiert werden muss, was der Professionalisierung Vorschub leistet, erhöht dies die Komplexität von Prozessen und Verantwortungsteilung. Idealerweise würden sich Management und Verwaltungsrat so verhalten, wie es ein Alleineigner auch tun würde. Das dem nicht immer so ist, hat bereits Adam Smith, der Urvater der Ökonomie, bei den Überseehandels-gesellschaften beobachtet. Es dauerte indessen noch bis 1932, bevor das sogenannte «Prinzipal-Agent»-Konzept erstmals systematisch erforscht wurde.

Dessen Grundidee ist, dass sich in der «modern corporation» die eigentlichen Eigentümer (Prinzipal) aus dem Unternehmen zurückgezogen haben und nun Manager (Agenten) die Geschäfte führen. Diese haben in der Regel keine oder nur sehr begrenzte Residualansprüche. Als unternehmensinterne Entscheidungsträger haben sie jedoch Einfluss auf andere Kriterien wie Kompensation oder Prestigefaktoren, von welchen sie direkt Nutzen ziehen können. Dabei geraten oft kurzfristige Opportunitäten mit dem langfristigen Wohlergehen der Unternehmung in Konflikt.

So kann beispielsweise der Verkauf nicht fertig ausgereifter Produkte sofort positive Ergebnisse bringen, jedoch die längerfristige Kundenbin-



dung in Mitleidenschaft ziehen. Verbreiteter sind Phänomene des Unternehmenswachstums oder einer Diversifikation der Geschäftsbereiche über das gesunde Mass hinaus. Vielfach handelt es sich nicht um klar erkennbare Fehlentscheidungen, sondern primär um Fragen des Optimums. In dessen Beurteilung sind die übrigen Interessengruppen jedoch im Nachteil gegenüber den Managern, die als Insider einen Informationsvorsprung über die Gewinnfunktion der Unternehmung besitzen.

Instrumente der Corporate Governance

Dieser grundlegende Interessenkonflikt des Managements lässt sich nie ganz vermeiden. Es gilt jedoch auf verschiedenen Ebenen geeignete Massnahmen zu finden, um seine Schattenseiten in engen Grenzen zu halten. Grundsätzlich lässt sich nach dem Wettbewerbs-, dem Lenkungs- und dem Supervisor-Konzept unterscheiden. Das letztere setzt beim Verwaltungsrat als Bindeglied zwischen Unternehmung und Aktionären an und unterstützt ihn durch eine wirkungsvolle externe Revision. Allerdings definiert das schweizeri-

sche Aktienrecht lediglich Treue- und Sorgfaltspflichten, das heisst die Einhaltung von berufs- und funktionspezifischen Standards. Verwaltungsräte können nur auf die sorgfältige Entscheidungsfindung verpflichtet, nicht aber für erfolgreiches Wirtschaften haftbar gemacht werden.

Doch selbst in neuerer Zeit hat mit Ausnahme Deutschlands kein Nationalstaat striktere rechtliche Normen implementiert. Mehr Regeln erzeugen nur selten mehr Sicherheit, da die Grundhaltung darauf hinausläuft, dass alles erlaubt ist, was nicht ausdrücklich verboten ist. Als Alternative haben Interessenverbände der meisten Staaten die Selbstregulierung entlang den Leitlinien der OECD intensiviert. Auch in der Schweiz hat eine breit abgestützte Expertengruppe auf Einladung des Wirtschafts-Dachverbands *economiesuisse* und der SWX Swiss Exchange ein Leitbild innerhalb des bestehenden Rechtsrahmens erarbeitet. Grundsätzlich zeigt sich dabei eine starke und erwünschte Konvergenz der internationalen Standesnormen.

Ziel ist es, das Handeln nicht nur an Minimalstandards, sondern an festen Regeln und Praktiken zu messen. Neben der Wahrung der Aktionärsinteressen ist dabei die funktionale Aufgabenverteilung und Strukturierung der obersten Leitungsorgane zentral. So sind Organisationsprinzipien wie die Empfehlung der Trennung von Geschäftsleitung und Verwaltungsratspräsidium oder der Notwendigkeit

spezifischer Ausschüsse für Prüfung, Entschädigung und Nominationen ebenso darin zu finden

wie die Offenlegung von Informationen bezüglich der CG oder der Umgang mit Interessenkonflikten.

Anreize und Transparenz

Noch wesentlich direkter und ökonomischer als das reine Supervisor greift das Lenkungskonzept das Problem an der Wurzel an, indem es geeignete Anreizsysteme für das Management schafft. Dabei haben sich höhere Aktienbeteiligungen am eigenen Unternehmen und erfolgsabhängige Entschädigungen schon seit längerer Zeit etabliert. Sicherzustellen ist dabei jedoch, dass die Preisfestlegung gerade für Optionspläne ausserhalb des Einflussbereichs der Zielpersonen liegt und die gesamten Kompensations- und Nominationsprozesse durch eine unabhängige Institution – in der Regel ein spezieller Ausschuss des Verwaltungsrates – koordiniert und bestimmt werden.

Darüber hinaus gilt es die inneren Abläufe und Funktionsweisen transparent, berechenbar und kohärent zu gestalten. Die Unternehmen handeln dabei durchaus im Eigeninteresse, besonders wenn auch ihr externes Wirken als verantwortungsbewusst und fair wahrgenommen wird. Reputation hat einen ganz handfesten Wert, sei es gegenüber

potenziellen Mitarbeitern, Kunden oder Kapitalgebern. Dieses Verhalten ist zumindest teilweise auch von aussen beobachtbar. Gerade Bezugspersonen mit wiederholter Interaktion, wie zum Beispiel Analysten von Banken und Investmentgesellschaften, beurteilen auch die längerfristige Konsistenz von Lagebeurteilung, Strategie und Kommunikation des Managements. Die jüngere Börsengeschichte hat schonungslos aufgedeckt, dass hohe, jedoch undurchsichtige und schwer berechenbare Gewinnausschüsse den Aktienkurs oft stärker belasten als schwächere, dafür durchschaubarere Ertragsrends.

Zahlt sich Corporate Governance aus?

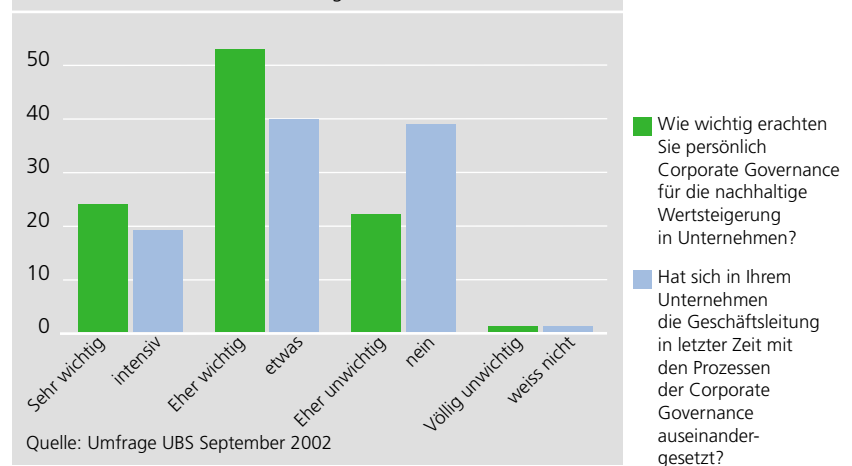
Das Wettbewerbskonzept schlägt einen weiteren Ansatzpunkt zur Lösung des Interessenskonflikts vor. Demnach werden ineffizient wirtschaftende Management-Teams durch Übernahmen eliminiert, falls der Markt für die Unternehmenskontrolle funktioniert. Dies ist jedoch weitgehend Theorie. So spricht dagegen, dass unfreundliche Übernahmen in den USA und Grossbritannien selten erfolgreich waren und

in Europa und Japan gar nicht üblich sind. Darüber hinaus durchschauen Topmanager selbstverständlich derartige Gedankenketten und antizipieren die Gefahr. Entsprechend werden Massnahmen getroffen, um Übernahmen zu erschweren oder zumindest unattraktiv zu machen. Die Palette reicht von den traditionellen vinkulierten Namenaktien über den Verkauf der attraktivsten Konzernteile bis zu den berüchtigten «goldenen Fallschirmen» für das Management.

Zudem hat in jüngster Zeit die vermehrte Konzentration der Stimmrechte bei institutionellen Investoren eine neue starke Kraft entstehen lassen. Das sind primär öffentliche und private Pensionskassen sowie Anlagefonds, welche in den USA bereits über 50% der Aktien halten. Selbst im Rahmen gesetzlicher Beschränkungen der Anlagekonzentration und zurückhaltender aktiver Einflussnahme verfügen diese grossen Investoren sowohl über Mittel wie auch Anreize, Unternehmen zu kontrollieren. Sie ziehen nebst der erwarteten Rendite vermehrt auch eine gute CG in den Anlageentscheid mit ein. Gemäss einer Studie von McKinsey geben 56% der Vermögensverwalter an, dass für Nordamerika und Westeuropa CG mindestens so be-

Verantwortung geht über Regeln hinaus

Corporate Governance als wichtiges Thema erkannt
% der Antworten aus einer Umfrage bei rund 400 Unternehmen



deutend ist wie die reine Finanzperformance; in den Emerging Markets ist der Anteil noch deutlich höher. 80% der Investoren sind gar bereit, für gute CG eine Prämie in Form eines Kursaufschlags zu bezahlen, welchen sie zwischen 11% (Kanada) und 41% (Marokko) ansiedeln. Für die Schweiz liegt dieser Wert bei guten 15%.

Auch KMU sehen sich angesprochen

Dass CG auch von Entscheidungsträgern in der Schweiz grosse Bedeutung beigemessen wird, belegt unsere Umfrage bei rund 400 Unternehmen aller Grössenklassen: Über 70% erachten das Thema als eher oder sehr wichtig und kein einziges hält es für irrelevant. Dass daraus Konsequenzen gezogen wurden, belegen die eindrücklichen 60% der Unternehmen, bei denen sich die Geschäftsleitung mit dem Thema CG auseinandergesetzt hat; etwa ein Drittel davon gibt gar an, eine intensive Diskussion geführt zu haben. 90% der Befragten erachten ein gut organisiertes CG-System auch für KMU als wertvoll. Ein Grossteil davon plädiert jedoch für eine ressourcenschonende, den Bedürfnissen angepasste Lösung bei kleineren Unternehmen. Zentral sind dabei Systeme, die es erlauben, Risiken bewusst einzugehen und zu kontrollieren, gleichzeitig aber auch als Kommunikationsmittel gegenüber Eigen- und Fremdkapitalgebern dienen können.

Auch das Verdikt bezüglich notwendiger Massnahmen in der Schweiz fällt klar aus: 60% erachten den Status Quo als genügend, rund ein Drittel wünscht weitere private Standards, während nur ganz vereinzelt nach staatlichen Vorschriften gerufen wird. Als vordringliches Ziel guter CG erachten fast alle befragten Unternehmer die Transparenz der Strukturen und Geschäfte. Erst mit beträchtlichem Abstand

folgen die Verantwortung des Verwaltungsrates und die Rechte aller Anspruchsgruppen. Deutlich geringer gewichtet werden in unserer Stichprobe die Interessen der Aktionäre. Diese Einschätzung widerspiegelt vermutlich den bestehenden Handlungsbedarf, was durch den eingangs erwähnten internationalen Vergleich untermauert wird. Das unterdurchschnittliche Abschneiden der Schweiz wird primär durch ungenügende Transparenz – gerade auch bezüglich der CG-Systeme –



UBS Outlook «Verwaltungsrat»

Thesen zur wertorientierten Unternehmensführung durch Verwaltungsräte.

Die Bedeutung von wirkungsvoller Verwaltungsratsaktivität für die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen nimmt zu. Unternehmerische Erfolge sowie Misserfolge werden immer häufiger mit dem Verwaltungsrat in Verbindung gebracht. Dadurch steigen die Anforderungen an Verwaltungsräte.

Zusammen mit Verwaltungsräten und Unternehmern sowie Experten aus Hochschulen und Beratung hat UBS Outlook Thesen zur wertorientierten Unternehmensführung durch Verwaltungsräte erarbeitet. Die 44-seitige Publikation inkl. Glossar und Literaturhinweisen kann gratis unter folgender Adresse bestellt werden:

UBS AG, Informationszentrum CA50,
Postfach, 8098 Zürich, Fax 01-234
9934; E-mail:
SH-IZ-UBS-Publikationen@ubs.com

wie auch den Mangel an aktiven Verwaltungsräten verursacht. Die Studie belegt jedoch auch, dass die Unterschiede zwischen den Unternehmen in der Schweiz besonders gross sind und einzelne Vorreiter bezüglich den Standards der CG gar zur weltweiten Spitzenklasse zählen.

Wohlstand durch Corporate Governance

Das grundlegende Dilemma der Prinzipal-Agenten-Problematik wird nie vollständig aus der Welt zu schaffen sein. Keines der einzelnen Instrumente kann für sich allein eine funktionierende CG garantieren. Es braucht die ausgewogene und angepasste Gesamtheit der Systeme. Die Diskussion darüber bringt jedoch die Sensibilisierung für die entscheidenden Dimensionen voran und trägt dazu bei, bestmögliche Lösungen in dieser zwangsweise unvollkommenen Welt zu finden. Dabei sind Über-Regulierungen volkswirtschaftlich genauso schädigend wie Überwachungslücken. Freiwillige Standards, ergänzt durch korrekt ausgestaltete Anreizsysteme und vor allem unterstützt durch die Forderung nach Transparenz sind das Fundament. Für Unternehmen besteht der Mehrwert allerdings nicht im Erfüllen irgend eines Codes, sondern letztlich in einer nachhaltigeren Ertragsentwicklung und tieferen Kosten der Aktienfinanzierung. Corporations haben sich trotz ihrer Unvollkommenheit bewährt und werden auch in Zukunft eine wichtige Rolle für die Wohlstandsmehrung spielen. Verantwortungsvolles und erfolgreiches Wirtschaften auf individueller Ebene innerhalb des Privatsektors ist und bleibt die treibende Kraft, welche die gesamte Entwicklung eines Landes vorwärts bringt. ■

alexander.kobler@ubs.com
☎ 01-234 59 43