

Der Traum von der „Good Governance“

1. Pegelstände und Fahrräder

Zur Erleichterung der Marktteilnehmer und nicht zuletzt auch ihrer Berater haben sich die Verhältnisse an den Finanzmärkten seit Beginn des zweiten Quartals deutlich verbessert. Zwar besteht keineswegs Klarheit oder gar Einigkeit bezüglich der Art und des Ausmasses der Wirtschaftsabschwächung, die nun nicht mehr nur in den USA deutliche Furchen gräbt, sondern zusehends auch in Europa um sich greift. Die Analyse der amerikanischen Wachstumswahlen weist im Vergleich zu „klassischen“ Rezessionen auf sehr atypische Charakteristiken hin. Weder ging der Schwächephase eine ausgesprochene Inflationsperiode voraus, noch verschlechterten sich im Abschwung in erster Linie die Konsumzahlen und der Bausektor, was sie typischerweise im Verlauf aller früheren Rezessionen zu tun pflegten. Vielmehr fiel die Investitionstätigkeit – und nur diese! – innerhalb weniger Monate in sich zusammen. Derweilen wird munter weitergebaut und -gekauft.

Die europäischen Zahlen sind noch zu frisch, als dass man eine analoge Analyse durchführen könnte. Wir vermuten, dass auf dem alten Kontinent eher traditionell zyklische Kräfte am Werk sind und dass man gut daran tut, gedanklich die grossen strukturellen Unterschiede zwischen Amerika und Europa mitzuberücksichtigen, wenn es darum geht, die weiteren Aussichten einzuschätzen. Die Aufgabe des Prognostikers ist insofern schwierig, als bezüglich der amerikanischen Abschwächung schlicht die Erfahrungen fehlen – einen derartigen Investitions-Crash gab es in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte einfach nicht, und die Analogie zur Geschichte des Eisenbahnzeitalters bringt letztlich nicht so viel, weil alle übrigen Rahmenbedingungen völlig anders geworden sind. Für die Beurteilung der absehbaren Konjunkturdelle in Europa gestalten sich die Verhältnisse insofern mindestens ebenso schwierig, weil völlig unklar

ist, wie das schwer einschätzbare europäische System (d.h. der Ministerrat, die EU-Kommission, die EZB und die einzelnen Regierungen) mit auseinanderstrebenden Wachstumsraten umgehen wird.

Wie auch immer: Die Finanzmärkte haben vorderhand die Kurse von Anfang April als insgesamt deutlich zu tief beurteilt und uns einen warmen Frühlingsregen von Kursgewinnen beschert, die die Seelen zu beruhigen und auch den einen oder andern frühlinghaften Sinn zu wecken imstande sind. Ob das bisher Erreichte von Nachhaltigkeit sein wird oder sich auf dieser Basis gar weitere positive Entwicklungen einstellen können, muss Gegenstand einer vertieften Analyse in den kommenden Wochen werden. Weitere Daten zur konjunkturellen Situation in den USA sowie vor allem zur Ertragslage der Unternehmungen im angeschlagenen Technologiebereich werden hoffentlich mehr Klarheit bringen.

In der Zwischenzeit kommt man nicht darum herum, sich mit den Überbleibseln der gehaltenen Finanzmarktkontraktion zu beschäftigen. Wobei der Begriff „Überbleibsel“ möglicherweise etwas zu schwach ist. Denn auf der Ebene der spezifischen Investitionsobjekte, sprich der einzelnen Unternehmungen und ihrer Aktien, sind seit geraumer Zeit durchaus als dramatisch einzustufende Entwicklungen im Gange. Gerade die Schweiz, aber beileibe nicht nur sie, wurde im Verlauf der letzten Monate von einer Welle des *Vertrauensverlusts* in die oberste Führung grosser und grösster Unternehmungen erfasst, die zurecht die Frage aufkommen lässt, inwiefern man als Anleger noch bereit sein soll oder will, Kapital zur Verfügung zu stellen. So schnell wird man Kursverluste wie bei SAirGroup oder Zurich Financial Services nicht zu vergessen bereit sein.

In den Grachten holländischer Städte pflegt man von Zeit zu Zeit das Wasser abzulassen, um die Kanäle zu reinigen und sie baulich wieder instandzusetzen. Interessant, was bei solchen Gelegenheiten jeweils an die Oberfläche kommt: rostige Fahrräder zuhauf, Pol-

sterguppen, da und dort entwischen lichtscheue Kanalratten der plötzlichen Transparenz. Finanzmarktkontraktionen bedeuten in erster Linie eine drastische Verknappung der Liquidität – der ganze Private-Equity-Bereich leidet seit Monaten unter völliger Trockenheit, aber auch in traditionelleren Bereichen der Wirtschaft begann man, vermehrt Fragen zu stellen. Tiefe Pegelstände erhöhen den Wert genauerer Information; nur mit dem Echolot kann man unverstellte Fahrrinnen finden. Der vorliegende Anlagekommentar versucht, bei der Aufräumaktion in den Grachten und Kanälen der Finanzmärkte ein wenig mitzuwirken, bevor Liquidität die Kloaken wieder füllt und bevor allzu gnädige Kursentwicklungen die Illusion aufkommen lassen könnten, es hätte die rostigen Velos gar nie gegeben, und von der Existenz von Kanalratten könne keine Rede sein.

2. Zwischen Glorie und Verdammung

Das schweizerische Handelsregisteramt hat seit einiger Zeit alle Hände voll zu tun. In für hiesige Verhältnisse unbestreitbar ausserordentlicher Kadenz werden derzeit Verwaltungsräte ausgewechselt, Präsidenten abgesetzt und ganze Führungsetagen ausgeräumt. Im Falle der Swissair hat sich der Verwaltungsrat sogar sozusagen selber den Teppich unter den Füßen weggezogen, was schon ziemlich einzigartig ist.

Leider will die Diskussion über die Vorgänge, die im Falle Kuoni vermutlich auch noch die Gerichte ausgiebig beschäftigen werden, nicht wirklich über die Auflistung der Stärken und Schwächen der involvierten Personen hinaus gedeihen. Zugegebenermassen ist es namentlich für die Medien natürlich attraktiv, Attacken gegen einen Eric Honegger zu reiten oder den beinahe handgreiflich gewordenen Clash zwischen einem Kuoni-Verwaltungsratspräsidenten und seinem Stellvertreter auszukosten. Die Welt von heute braucht Stories, und die hat man seit einiger Zeit zur Genüge.

Gewiss: Es sind letztlich immer Individuen mit all ihren guten und weniger guten Eigenschaften, die spezifische Situationen verursachen und auch zu verantworten haben. Wenn aber Fehlleistungen offensichtlich gehäuft auftreten, dann kann und darf die Analyse nicht bei der persönlichkeitsbezogenen Fragestellung stehenbleiben. Vielmehr muss untersucht werden, ob nicht allenfalls ein viel

generellerer Wurm im System steckt, ob nicht möglicherweise an der Architektur bestimmter Unternehmungen, allenfalls sogar am dahinterstehenden Rechtssystem, etwas nicht stimmt.

Himmel und Hölle für wirtschaftliche Führungskräfte sind derzeit nicht weit voneinander entfernt. Der von besagtem, sich auf dem selbst verursachten Rückzug befindlichen Verwaltungsrat der ehemaligen SAirGroup eingesetzte Mario Corti ist vorderhand, und man möchte ihm wünschen noch möglichst lange, der Held der Nation. Aufgrund der Schwierigkeit seiner Aufgabe, eine praktisch eigenkapitallose Fluggesellschaft aus einem kleinen, wenig mächtigen, nicht in die Europäische Union integrierten Land in einem übersättigten, von vielfältigen Nationalismen geprägten Markt zu neuer Blüte zu bringen, müsste die Prognose eher verhalten ausfallen. Aber vielleicht, hoffentlich, wird die Ausserordentlichkeit der Aufgabe auch ausserordentliche Energien entfesseln und von entsprechender Fortüne begleitet sein...

Wir haben im Kommentar schon verschiedentlich auf die bedeutend höhere Vielfalt der strategischen Möglichkeiten hingewiesen, welche heute namentlich als Folge der technologischen Entwicklung den Unternehmungen jeglicher Ausprägung, ob „Old“ oder „New Economy“ (falls es so etwas überhaupt gibt) zur Verfügung stehen. Multioptionalität heisst das Stichwort. Das Korrelat zu dieser Vielfalt strategischer Alternativen und Varianten ist die deutlich *erhöhte Möglichkeit*, strategische *Fehler* zu begehen. Die Wahrscheinlichkeit, als Verwaltungsrat irgendwann einmal vom Glanz der Glorie in den Bannstrahl der Verdammung zu geraten, ist deutlich gestiegen.

Die Personalisierung der Debatte wird dem Problem auch aus diesem Grund in keiner Weise gerecht. Wer davon ausgeht, dass es Leute, sprich Verwaltungsräte, geben könnte oder müsste, die keine Fehler machen, der hängt einer illusionären Vorstellung eines wirtschaftlichen Paradieses auf Erden nach. Im Grunde genommen müssen uns die Cortis, Hüppis, Mühlemänner, Vasellas und wie sie alle heissen ziemlich gleich sein. Sie machen Fehler wie wir alle auch. Interessieren müsste vielmehr, welche Strukturen, welche Anordnungen

- tendenziell die *Fehlerquote* in strategischen Belangen *tief* halten,
- in dieser Zeit der Multioptionalität und der notwendigen Geschwindigkeit in der Abfolge von Entscheidungen ein genügendes Mass an *Flexibilität* gewährleisten,
- möglichst vermeiden, dass die Unternehmung und mit ihr der Aktionär irgendwann Opfer eines ganz gewöhnlichen *Machtmissbrauches* werden.

Darauf ist im folgenden näher einzutreten. Es handelt sich um die Frage der „Corporate Governance“.

3. Der böse Shareholder Value

Ziemlich alle Fehlleistungen, die in der letzten Zeit im Rahmen des Absenkens der Pegelstände an den Finanzmärkten in der Form rostiger Fahrräder oder überraschend opulenter (Bonus-)Polstergruppen oder lichtscheuer Kanalratten zum Vorschein kamen, wurden leichthin und kurzerhand dem „Shareholder-Value“-Denken angelastet. Keine Äusserung selbst angeblich wirtschaftsfreundlicher Politiker ohne das politisch korrekte Brandmarken des „Shareholder-Value“-Denkens. Dabei ist in fast allen Fällen ziemlich genau das Gegenteil der Fall: Wenn wie im Vontobel-Fall ein Management Helikopter in der Karibik erwirbt und mir nichts, dir nichts einige hundert Millionen Franken in ein Internetbank-Projekt versenkt, dann gibt es sehr wohl Begünstigte dieser Aktion – aber ganz bestimmt befindet sich der „Shareholder“ nicht darunter. Wenn eine Fluggesellschaft sich in nicht bewältigbare und teure Beteiligungen verstrickt und einer der Bruchpiloten sich daraufhin einen goldenen Fallschirm zu sichern versucht, dann hat auch das in keiner Weise mit „Shareholder-Value“-Denken zu tun. Im Gegenteil. Wenn schliesslich ein von sich selbst grenzenlos begeisterter Versicherungschef so felsenfest an die Erfolgsschancen konsequent auf Internet basierender Distribution glaubt, dass man zu Investitionszwecken eine Gewinnhalbierung in Kauf nimmt, dann hat auch das nicht unbedingt mit „Shareholder-Value“-Denken zu tun. Es könnte sich ja auch nur um ein Hobby des Stakeholders Hüppi handeln...

Um die Frage nach dem optimalen Modell oder den optimalen Modellen des Unternehmungsaufbaus nachzugehen, kommt man um

eine einigermaßen sorgfältige Definition der möglichen Unternehmensziele nicht herum. Was sind Shareholder, was sind Stakeholder, was sind die jeweiligen Interessen? Worin koinzidieren sie allenfalls?

Die gängige Ansicht unterscheidet zwischen den Shareholdern einerseits, das heisst den am Eigenkapital einer Unternehmung Berechtigten, und den Stakeholdern andererseits, das heisst dem Kreis von Individuen oder Gruppen, die zur Unternehmung in einer mehr oder weniger engen Beziehung oder Abhängigkeit stehen, aber keinen rechtlichen, sondern lediglich einen impliziten Anspruch auf das Eigenkapital und dessen Ertrag haben.

Innerhalb der Gruppe der Shareholder gibt es die Unterteilung in Mehrheits- und in Minderheitsaktionäre, deren Interessen nicht gleichgerichtet sein müssen, ja in vielen Fällen sogar regelrecht kollidieren. Schon in der häufigen Unterlassung dieser – wesentlichen – Unterteilung des Begriffs „Shareholder“ erweist sich die Diskussion um den Shareholder Value oft als unpräzise und irreführend. Wenn von Shareholder Value die Rede ist: Von welchem Interesse welchen Aktionärs wird gesprochen? Hat beispielsweise ein Mehrheitsaktionär in jedem Falle ein Interesse an hohen Dividenden und an einem hohen Aktienkurs, oder versucht er nicht viel eher, „Value“ an den Minderheitsaktionären vorbei zur Seite zu schaffen?

Noch viel komplexer strukturiert ist die Gruppe der durch diese Lehre definierten Stakeholder; sie umfasst alle möglichen Gruppierungen, angefangen bei der weitverstreuten und in ihren wirklichen Interessen schwer fasslichen „Gesellschaft“ über einige ihrer Strukturen (wie z.B. die Arbeitslosenversicherung oder die Umweltschutzagenturen) bis hin zum Management und zu den Arbeitnehmern. In der Literatur wurde der Interessengegensatz zwischen der Unternehmung und ihren Eigentümern einerseits und dem Management andererseits wohl am intensivsten behandelt. Ein ganzer Zweig der Ökonomie befasst sich mit dem „Principal-Agent“-Problem. Gleichwohl ist dieses lediglich als Sonderfrage dem Interessengegensatz zwischen Shareholdern und Stakeholdern zuzuordnen. Das Management ist einer der möglichen Stakeholder, nicht mehr und nicht weniger.

Nun stellt sich die Frage, ob dieses nicht mehr ganz aktuelle, aber allgemein verwendete Modell den ökonomischen Gegebenheiten tatsächlich nahekommt und ob es somit zur Erklärung des Geschehens taugt. Auf den ersten Blick scheint dies der Fall zu sein. Es liegt auf der Hand, dass zunächst und rein arithmetisch Shareholder- und Stakeholder-Interessen tatsächlich gegensätzlicher Natur sind. Hohe Arbeitslöhne beispielsweise bewirken hohe Personalkosten und schwächen damit die Gewinnmarge einer Unternehmung. Folglich steht das Stakeholder-Interesse der Arbeitnehmer für höhere Löhne dem „Shareholder-Value“-Denken gegenüber. Die Kosten für ein soziales oder kulturelles Engagement einer Unternehmung fallen auf der Aufwandseite an und senken – in diesem einfachen Modell – den Shareholder Value.

4. Fristigkeitsüberlegungen verändern alles

Das Modell ist einfach, zu einfach, weil es statisch ist, was aber nicht heisst, dass es nicht breite Anwendung fände. Es prägt namentlich die politische Diskussion, ist aber auch Basis einer simplifizierenden Finanzanalyse. Zahlreiche *Kennzahlen*, „Ratios“, beruhen *als einzelne genommen* auf einer solchen statischen und vergangenheitsbezogenen Betrachtungsweise, allen voran der berühmte „Return On Equity“ (ROE). Aber auch eine Vielzahl von Kenngrössen des Profitcenterdenkens hat ihre Grundlage in diesem allzu einfachen Unternehmensmodell der sich gegenseitig ausschliessenden Interessen von Stakeholder und Shareholder. Weil viele Bonus-Systeme aber just entweder ganz simpel auf dem ROE basieren oder etwas verklausulierter auf irgendwelchen Profitcenterkonstrukten, ist die Angelegenheit von hoher praktischer Bedeutung.

Das Modell ist deshalb zu einfach, weil es unterstellt, dass letztlich nur die in der Gewinn- und Verlustrechnung wiedergegebene Momentaufnahme der Unternehmensvergangenheit relevant ist und dass die Zukunft in keiner Weise zählt. Das ist offenkundig falsch. Hohe Arbeitslöhne fallen einerseits gewiss auf der Aufwandseite an, aber sie können andererseits auch bessere Arbeitsleistung, ein verstärktes Engagement und damit höhere Erlöse in der Zukunft bedeuten. Werbeaufwand wäre unter statischen und vergangen-

heitsbezogenen Gesichtspunkten eine reine Verlustposition. Genauso das soziale oder kulturelle Engagement einer Unternehmung. Wenn man hingegen Arbeitslöhne, Werbeaufwand und kulturelles Engagement als Investition in die Zukunft der Unternehmung betrachtet, müsste man den Wert eigentlich auf der Aktivseite der Bilanz verbuchen. Die simplifizierende Aufteilung des Rechnungswesens der Unternehmung in zwei Welten – hier die direkt ertragswirksamen Aufwendungen und Investitionen, dort die in ihrer Wirkung weitgehend undefinierbaren „weichen“ Kostenfaktoren – erweist sich als äusserst problematisch. Der Wahrheit bedeutend näher kommt die Einsicht, dass jegliche Aufwendungen und Investitionen unter dem Titel der *Unsicherheit* erfolgen und dass sie höchstens im Grad der Unsicherheit ihrer Auswirkungen unterscheidbar und allenfalls zu typisieren sind. Es wäre deshalb vermutlich besser, die Direktheit oder Indirektheit der Wirksamkeit von Aufwendungen in Beziehung zu setzen mit der Fristigkeit ihrer (wahrscheinlichen) Entfaltung.

Mit der Einführung einer solchermassen dynamischen Komponente in das Unternehmensmodell fällt der Gegensatz zwischen den jeweiligen Interessen der Shareholder und der Stakeholder zumindest teilweise dahin. Keine Unternehmung kann in eine aussichtsreiche Zukunft geführt werden, wenn sie nicht in genügendem Ausmass Aufwand betreibt, der etwas mit der langfristigen Sicherung ihrer Position, ihrer Attraktivität nach innen und nach aussen sowie mit den Rahmenbedingungen, die das relevante Umfeld der Unternehmung ausmachen werden, zu tun hat. „Investitionen in die Zukunft“ bzw. Aufwendungen in „weiche Faktoren“ sind überlebensnotwendig. Wen aber betreffen sie in erster Linie? Just jene, die man – eben – als Stakeholder bezeichnet!

Oder anders gesagt: Je (nachhaltig) besser es dem Shareholder geht, um so wahrscheinlicher ist auch, dass die Stakeholders irgendwie auf ihre Rechnung gekommen sind. In einer Hinsicht wird die Angelegenheit damit einfacher: Durch die (mindestens teilweise) Koinzidenz in der Interessenlage der beiden Parteien erweist sich die Problematik des sogenannten „Shareholder-Value“-Denkens als ziemlich irrelevant und nicht wirklich weitergehender Diskussionen würdig. Hinge-

gen zeigt es sich, dass Unternehmensführung, Corporate Governance, als *Balanceakt* zwischen direkt wirksamen Eingriffen und indirekten, erst längerfristig wirksamen Massnahmen eine äusserst heikle und komplexe Angelegenheit ist. Es geht um die Ressourcen-Allokation zwischen (unmittelbar ertragsorientierter) Gegenwart und (weitgehend unbestimmter) Zukunft. Das *ist* schwierig. Und schlimmer noch: Indirekt und längerfristig wirksame Massnahmen erweisen sich in verschiedener Hinsicht als völlig „weich“, weil ihr Zusammenhang mit dem späteren Unternehmenserfolg alles andere als direkt kausal ist und weil sie infolge des Zeitfaktors erst noch vielen möglicherweise auftretenden Risiken ausgesetzt sein werden.

Das mag etwas gar theoretisch tönen, weshalb ein Beispiel angefügt sei: Die Weiterbildung des Personals (das ja bekanntlich zu den wichtigsten Stakeholder einer Unternehmung gehört) schlägt bekanntermassen oft erst nach Jahren zu Buche. Ein direkter Zusammenhang zwischen einer spezifischen Ausbildungsveranstaltung und dem späteren Erfolg beim Kunden ist oft nur schwerlich herzustellen. Die Gefahr, dass weit vor dem eintretenden Erfolg das geschulte Personal abgeworben wird, macht die Massnahme noch „weicher“. Und dennoch könnte es sein, dass gerade der hohe Weiterbildungsgrad *die* strategische Erfolgskomponente einer Unternehmung war oder ist oder sein wird. Wie wird der Weiterbildungsgrad traditionellerweise verbucht? In der Bilanz vermutlich gar nicht, in der Erfolgsrechnung unter Personalaufwand. Wie wird über die Weiterbildungstätigkeit Bericht erstattet? In der meist langfädigen Prosa des Geschäftsberichts. Wird Weiterbildung von der Finanzanalyse zur Kenntnis genommen? Vielleicht. Aber die Earnings-Per-Share sind halt doch wichtiger. Seltsame Welt.

5. Berechtigtes Misstrauen

Es gibt natürlich gute Gründe, weshalb man den erst längerfristig wirksamen, in vielerlei Hinsicht „weichen“ Faktoren, dem „Goodwill“, misstraut. Die Gefahr des Missbrauchs liegt auf der Hand. Zudem muss man wissen, woher unsere Buchhaltungsmentalität kommt: Von der rein industriellen Produktion, in der ein Schmelzofen ein Schmelzofen war und ein verkauftes Stück ein verkauftes Stück. Über den allfälligen Wert von Weiter-

bildungspotential brauchte man in jener Welt nicht lange zu sinnen. Der heutigen dienstleistungsorientierten Zeit wird diese triviale Buchhaltung allerdings nicht gerecht. Ja, sie schliesst in ihrer Beschränktheit Missbräuche gerade auch nicht aus. Leider treffen die Einwände aber auch für die neusten Versuche zur Erweiterung der Buchhaltung um „weiche“ Faktoren genauso zu (IAS-Standards). Weshalb?

Trivial und vielleicht auch brutal gesagt: Es geht um die Frage von *Klau* und *Betrug*. Das Unternehmensinteresse (mithin der Aktionär als Shareholder, am Ende immer aber auch die berechtigten Stakeholder wie Arbeitnehmer, Zulieferer usw.) kann im Grunde genommen unter zwei völlig entgegengesetzten Formen von Klau und Betrug zu Schaden kommen: In der kurzen Frist, indem mit allen möglichen und unmöglichen Tricks das gegenwärtige Ergebnis der Firma geschönt wird, also harte Ertragszahlen gebolzt werden, der Aufwand in „weiche“ Zukunftsfaktoren zusammengestrichen, ein völlig absurdes Anhalten exponentieller Wachstumspfade vorgegeben und darauf sogar noch geldwerte Wetten abgeschlossen werden usw. usf. Das ist der Klau und der Betrug durch das Management. Die Instrumente dazu heissen *Bonus-Systeme*, die sich an einem zu eng definierten sogenannten Unternehmenserfolg orientieren, oder *Stock-Options-Pläne*, die Salärbestandteile anstatt im Aufwand als versteckten Negativposten ins Eigenkapital (d.h. das Eigentum des Shareholders) einbauen. Als besonders stossend hat sich in letzter Zeit die Praxis erwiesen, bei schlechtem Geschäftsgang den Ausübungspreis von Stock Options kurzerhand nach unten anzupassen(!). Klau und Betrug durch das Management ist typischerweise auf die kurze Frist angelegt, entspricht also mehr oder weniger einem direkten Griff in die Kasse. Die traditionelle Buchhaltungspraxis und die Konzepte einer allzu simplifizierenden Finanzanalyse kommen dem Management insofern entgegen, als die Schädigung der „weichen“ Unternehmenssubstanz nicht zu Buche schlagen kann – weil sie ja gar nicht im Buche steht!

Das ist die eine Seite. Die andere Seite, der langfristig angelegte Klau und Betrug durch andere Stakeholder – seien es irgendwelche massgeblichen Aktionärsgruppen mit verbriefteter Stimmenmehrheit, sei es ein sich als

Prinzipal gebärdender Tycoon, sei es ein auf Immobilität ausgerichteter Verwaltungsrat – ist subtilerer Natur. Eine klare Trennungslinie zwischen einem angemessenen kulturellen Engagement und einer als absurd einzuschätzenden Kunstsammlung durch, sagen wir, eine Versicherungsgesellschaft, gibt es nicht. Wo hört legitime Pflege der Umwelt auf, wo beginnt die unberechtigte Begünstigung eines oder mehrerer teurer Hobbies von Leuten, die diese Hobbies vor allem darum betreiben, weil sie sie nicht selber bezahlen müssen? Die Frage des Masses und der Kontrolle stellt sich im Bereich der „weichen“ Faktoren ganz besonders!

6. Der Opportunitätsklau

Kunstsammlungen mögen zwar ein anschauliches Beispiel hergeben für die übertriebene Pflege bestimmter Stakeholder-Interessen, ein wirkliches und wirtschaftliche Relevanz erlangendes Problem stellen sie aber nicht dar. Sehr viel heikler und volkswirtschaftlich bedeutend relevanter sieht es aus mit einer gerade in der Schweiz nach wie vor hochgehaltenen Kultur des fortgesetzten Mauerbaus rund um die Unternehmung. Was meinen wir damit?

Jeder Verwaltungsrat sieht seine Hauptaufgabe ja zurecht darin, den langfristigen Erhalt der Unternehmung sicherzustellen. Kein Leitbild, das nicht solches postulieren würde. Die Frage ist nur, welche Mittel man dazu einsetzt. Ökonomisch gesehen gibt es nur eine Möglichkeit: Das kompromisslose und andauernde Streben nach höherer *Produktivität* und *Profitabilität*. Gelingt es, dieses Streben auch noch genügend geschickt nach aussen zu kommunizieren, dann stellt sich auch eine entsprechende Bewertung der Unternehmung durch die Märkte ein: Die Aktienkurse sind hoch, und die Unternehmung ist deshalb „teuer“; sie wird kaum je zum Objekt einer Übernahme.

Das Recht stellt andere Mittel zum Erhalt einer Unternehmung zur Verfügung: Stimmrechtsaktien, Vinkulierungsmöglichkeiten, Aktionärsbindungsverträge als legaler Weg zur Bildung eines schlagkräftigen Kartells. Das Ziel der Sicherstellung der Unabhängigkeit wird dabei verwechselt mit dem Ziel des Erhalts der Unternehmung im ökonomischen Sinn. „Unabhängigkeit“ mag ja durchaus ihren Wert haben, vor allem für

diejenigen, die diese Freiheit geniessen dürfen, einen Selbstwert, der durch die Kapitalmärkte auch entsprechend entschädigt würde, stellen sie aber just nicht dar.

Wir sind uns bewusst, dass diese Argumentation, namentlich wenn sie aus einem seine Unabhängigkeit entschlossen deklarierenden kleinen Bankhaus kommt, nur schwerlich auf Akzeptanz stösst. Im Hintergrund steht die Frage nach der Natur der öffentlichen Mittelaufnahme bzw. der Ausgabe von Eigentumsanteilen in der Form von Aktien am Kapitalmarkt (was besagtes Bankhaus als Kommanditgesellschaft aber typischerweise nicht tut). Es stellt sich mithin vor allem die Frage nach der mit einer *Publikumsöffnung* verbundenen besonderen *Verantwortung*. Wir sind der Ansicht, dass die Ausgabe von Eigentumsanteilen ihren eigentlichen Sinn verrät, wenn die ultimative Umwandlung in Geld durch Rechtskonstrukte oder auch nur rein faktisch ausgeschlossen wird. Ultimative Umwandlung in Geld: Das bedeutet nichts anderes als die Möglichkeit, dass die Unternehmung irgendwann einmal übernommen bzw. verkauft werden könnte.

Die Möglichkeit der Übernahme hat nicht viele Freunde, weil Übernahmen in der kurzen Frist fast immer schmerzhaft sind. Dennoch: Wenn man sie ausschliesst, dann verliert die Unternehmung, deren *ökonomischen* Erhalt man ja bezweckt, eine der wesentlichsten strategischen Optionen. Die Alternative zur Übernahme ist nämlich nur die perpetuierte Fortsetzung (im Sinne von: Unabhängigkeit in alle Ewigkeit, Amen) oder die Liquidation.

Es gab einmal einen Nomadenstamm, der mitten in der Wüste auf eine wunderbare Quelle stiess und sich fortan in dieser Oase sesshaft machte. Zur Abwehr von anderen durstigen Seelen baute man immer höhere Palisadenzäune, die ihren Zweck taten, aber auch die Sicht nach aussen versperren. Eines Tages begann die Quelle, immer weniger Wasser zu liefern. Erst als sie ganz versiegt war, bemerkten die ehemaligen Nomaden, dass aussen am Zaun gar niemand mehr da war, der die Oase begehrt hätte. So wurde die ausgetrocknete Oase liquidiert, wenn man so sagen kann.

Zäune versperren die Sicht und den Weg für strategische Alternativen. In einer Zeit, die in äusserstem Masse Wendigkeit in strategi-

schen Belangen verlangt, ist dies eine gefährliche Angelegenheit. Das traurige Schicksal unserer lieben nationalen Fluggesellschaft zeigt deutlich, wie problematisch ein strategisches Ziel „Unabhängigkeit“ sein kann. 1993 hätte die Möglichkeit bestanden, zusammen mit der holländischen KLM, der skandinavischen SAS und der österreichischen AUA eine europäische Fluggesellschaft zu bilden. Es mögen auch noch andere Gründe zum Scheitern des damaligen Projekts „Alcazar“ beigetragen haben – die strategische Zielsetzung „Unabhängigkeit“ sowie nationale Eitelkeiten standen aber gewiss im Vordergrund.

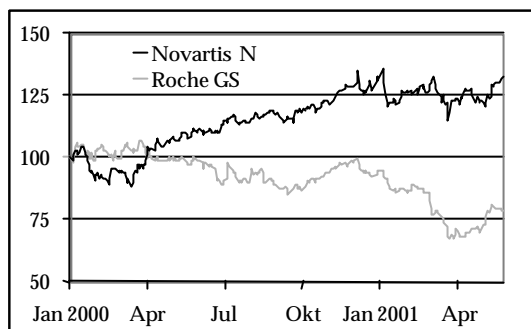
Der Opportunitätsklau wird vorab durch allzu beständige Verwaltungsratsgremien sowie durch Inhaber von familiär erworbenen Aktienpaketen praktiziert oder in Gesellschaften gepflegt, an denen der Staat einen wesentlichen Kapitalanteil besitzt. Der Betrugstatbestand liegt in der fortgesetzten Kommunikation nach aussen und nach innen, Unabhängigkeit sei ein werthaltiges Ziel. Letztlich stimmt das Gegenteil.

7. Das Unabhängigkeitsparadox

Wenn es um das Ausräumen von Grachten und Kanälen geht, dann müsste man dringend raten, die rechtlichen und faktischen Strukturen verschiedenster Unternehmungen der Schweiz zu überprüfen. Dies müsste sogar im Interesse der betroffenen Stakeholder geschehen. Wir glauben nämlich zum Beispiel, dass die Familie Oeri-Hoffmann, welche am Pharmakonzern Roche zwar kapitalmässig lediglich über eine (mit rund 10 % zugegebenermassen stattliche) Minderheit verfügt, stimmenmässig aber wegen der Kapitalstruktur die Mehrheit (50,1%) besitzt, in den letzten Monaten Opfer ihrer selbst geworden ist. Das Festklammern an besagter Kapitalstruktur war unter anderem ein Grund für die markante Minderperformance der Roche-Papiere der letzten Monate.

Roche wurde zusehends billiger, so billig, dass es sich für einen Mitbewerber lohnte, trotz und im Wissen um die Stimmenverhältnisse ein Paket von 20 Prozent Inhaberaktien zu übernehmen. Dieses Paket macht nur Sinn, wenn es dereinst viel teurer weiterverkauft werden könnte, oder wenn seine Besitzerin, die Konkurrentin Novartis, die ganze Firma übernehmen kann. In beiden Fällen muss die Kapitalstruktur von Roche ein Ende finden.

Durch ihr Festhalten an einer auf sogenannte Unabhängigkeit zielenden Kapitalstruktur hat sich die Familie Oeri-Hoffmann selbst um weitere strategische Optionen gebracht. Ihr Aktienbesitz ähnelt nun einem Grundstück, auf dem das Wohnrecht der Schwiegermutter lastet. Er hat drastisch an Wert verloren. Die Familie muss sich im übrigen auch die Frage gefallen lassen, welchen Sinn denn ein Aktienpaket an einer Firma macht, wenn man nicht bereit oder in der Lage ist, mit dem Stimmrechtsanspruch angemessene Führungskraft einzubringen. Und: Entspricht denn ein Klumpenrisiko in Form einer Beteiligung an einer einzigen Pharmafirma für die Familie eine Anlagestrategie, die den Erkenntnissen der Portfoliotheorie bezüglich Diversifikation tatsächlich standhält? Oder steht man infolge Reichtums derart über der Sache, dass solche Überlegungen völlig daneben sind?



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Roche und Oeri stehen ja nicht allein in der Schweizer Unternehmenslandschaft. Wenn man zum Beispiel feststellt, dass der Kurs der Zellweger-Luwa-Aktie zu etwa 20 Prozent unter dem Buchwert der Firma liegt (vgl. www.zeluwa.com), dann muss man sich nicht mehr fragen, was der Markt vom Unabhängigkeitswillen der Familie Bechtler hält. Welche Abgründe Stiftungslösungen öffnen, haben wir soeben am Beispiel Kuoni vorexerziert bekommen. Aber nicht nur Familien und deren Wille zum Einfrieren des ererbten Erfolgs müssen kritisch unter die Lupe genommen werden, auch andere, im Resultat aber sehr ähnliche Strukturen müssen zur Diskussion stehen. Es müsste beispielsweise sehr viel Überzeugungskraft aufgeboten werden, um uns glaubhaft machen zu können, so vernietete und vernagelte Strukturen wie Helvetia-Patria oder der Waadt seien auf die Länge den Veränderungen im internationalen Versicherungsgeschäft gewachsen.

So paradox es tönt: Die Erhebung des Willens zur Unabhängigkeit als einzig valablem strategischem Ziel *gefährdet* just die gelobte Unabhängigkeit mehr als eine Strategie der Offenheit, die halt auch stets mit der Gefahr des Übernommenwerdens rechnet. Wenn es darum geht, die auffallend hohe Zahl „rostiger Fahrräder“, welche der Wasserablass der letzten Monate an den Finanzmärkten in der Schweiz zum Vorschein gebracht hat, für die Zukunft zu reduzieren, dann findet sich hierin ein grosses und dankbares Betätigungsfeld für Investmentbanken, für Unternehmensberater, eigentlich aber vor allem für die Verwaltungsräte betroffener Firmen. In zu vielen dieser Gremien haben Juristen das Sagen, die unbestrittenen Weltmeister im Mauer- und Palisadenbau. Man müsste sie durch wirtschaftlich orientierte Persönlichkeiten ersetzen, denen nicht der Opportunitätsklau am nächsten liegt.

8. Einmal mehr: Auf die Anreize kommt es an!

Wer in seiner Blauäugigkeit nicht damit rechnet, dass diejenigen, die mit der einen oder anderen Führungsaufgabe in einer Unternehmung betraut sind, immer wieder versucht sein werden, unter anderem ihre ureigenen Interessen zu verfolgen, der wird entrüstet und enttäuscht reagieren, wenn solche Missbräuche doch einmal ans Tageslicht treten. Aber aufgepasst: So chancenreiche Zeiten wie die Kanalentleerung der letzten Monate gibt es nicht so schnell wieder, und der Opportunitätsklau erfolgt auf leisen Sohlen.

Es ist deshalb angezeigt, wenn man statt blauäugig eher skeptisch veranlagt ist, sich einen Werkzeugkasten der Corporate Governance zuzulegen. Wir haben eingangs Strukturen gefordert, die ein hohes Mass an strategischer Kompetenz, hohe Flexibilität und ein tiefes Missbrauchspotential sicherstellen. Unser Bankhaus hat in den letzten Monaten – nicht zuletzt auch ein wenig angetrieben durch die Häufung von Corporate Governance-Problemen in der Schweiz – bei Aktientiteln, die uns interessieren müssen, einen entsprechenden Beurteilungsrahmen aufgebaut.

Dem Problemkreis der *strategischen Kompetenz* sind unter anderem die folgenden Kontrollfragen gewidmet: Wie verhält es sich in den obersten Führungsgremien beispielsweise mit

dem Erfahrungsschatz? Ist der Verwaltungsrat ein branchenfremdes Exotenkabinett oder ein Gremium mit ernstzunehmender Sachkenntnis? Wie steht es mit der zeitlichen Verfügbarkeit? Sind die Anreize beim obersten Management und beim Verwaltungsrat tatsächlich auf Langfristigkeit ausgerichtet?

Für die Behandlung der Frage der *strategischen Flexibilität* steht vor allem die allfällige Einbindung von Managern oder Verwaltungsräten in Aktionärskartelle im Vordergrund.

Mehr Platz nimmt die letztlich entscheidende Frage nach der *Fairness* der Behandlung der Investoren ein. Wie steht es um die Rechte der Aktionäre: Gibt es Stimmrechtsbeschränkungen? Werden die Aktionäre bei Rückkäufen gleichbehandelt? Gibt es (allenfalls verdeckte) Aktionärskartelle? Wie verhält es sich mit den *Checks and Balances* auf höchster Ebene? Ist das hierzulande ganz besonders oft zu beobachtende Modell der Ämter-kumulation Verwaltungsratspräsident/CEO tatsächlich der Weisheit letzter Schluss? Wer kontrolliert denn diese Herren auf die Länge? Wie hält es eine Firma mit der Transparenz der Unternehmenskommunikation, namentlich in Fragen, in welchen die rein buchhalterische Berichterstattung über wenig Aussagekraft verfügt? Der Umgang mit „weichen“ Faktoren muss, wie oben gezeigt, den Anleger interessieren, denn gerade dort könnten die künftigen strategischen Vorteile liegen. Schliesslich: Sind die obersten Manager und die Verwaltungsräte auch mit einem namhaften Teil ihres Privatvermögens in „ihrer“ Unternehmung investiert, und sind diese Aktien in der Weise gesperrt, dass das nachhaltige Gedeihen der Firma ihr Kalkül mit demjenigen der Aktionäre koinzidieren lässt?

Der gehabte Showdown schweizerischer Verwaltungsrats(un)kultur ist schmerzhaft. Man wird als Investor oder auch als Berater von Investoren in Zukunft nicht darum herumkommen, mit mehr Insistenz heikle Fragen zu stellen. Denn – „Shareholder-Value“-Denken hin oder her – es geht immer um das Geld Dritter, das sich die Unternehmungen zur Finanzierung aus dem Markt holen. Da wird man schon einige Fragen stellen dürfen, und das nächste Mal lieber ein bisschen früher. Corporate Governance-Regeln können uns dabei helfen.

KH, 28.5.2001