

## Die nächste Illusion: Corporate Governance

### 1. Das Zauberwort als Strohalm

In den düsteren Zeiten vor der Aufklärung pflegten unsere Vorfahren Undurchschaubares, Unverständliches, Bedrohliches mit Bannsprüchen möglichst weit von sich wegzuweisen. Die Mythologie des Alpenraums zeugt von einer grossen Fülle von Beispielen solchen Umgangs mit dem drohenden oder bereits manifest gewordenen Unheil; wenn die Bannwörter nicht mehr ausreichten, dann lokalisierte oder personifizierte man das Übel – die Pest wurde kurzerhand im Bergsee ersäuft, und wer an nebligen Tagen ganz gut hinschaut, kann heute noch die rastlosen Seelen der (unschuldig umgebrachten) Pestleuten über dem Wasser schweben sehen... Von derart archaischen Praktiken sind wir selbstverständlich heute weit entfernt, wir aufgeklärten Nachfahren. Denn erstens wissen wir heute ja ganz genau, wie jegliches Unheil entsteht, und wir kennen weder undurchschaubare noch unverständliche noch wirklich bedrohliche Sachverhalte. Zweitens glauben wir selbstverständlich keinesfalls mehr an Bannsprüche. Vielmehr analysieren wir ganz genau das Problem, leiten in völlig unbestechlichem Denken die Konsequenzen ab und handeln darnach unverzüglich und kompromisslos.

Schön wär's. Alles andere ist der Fall. Da sieht sich die Welt nach einer zugegebenermassen dramatischen Wende an den Finanzmärkten mit dem Problem konfrontiert, dass sämtliche auf stetes und zuzusagen risikofreies Wachstum ausgelegten Mechanismen der Unternehmensführung und Unternehmensfinanzierung nicht mehr so funktionieren, wie man es sich gewohnt war. Und man stellt fest, dass unter den neuen Gegebenheiten vieles, was einmal wahr oder zumindest plausibel schien, keine Gültigkeit mehr haben kann: Vermeintlich Wertvolles entpuppt sich plötzlich als Luftblase, und die schöne Gewohnheit, mittels Luft weitere Luft kaufen zu können, wird plötzlich nicht mehr goutiert – was läge nicht näher, als die neue Situation in aller Ernst-

haftigkeit zu analysieren, die notwendigen Schlüsse zu ziehen und darnach zu handeln? Aber nein: Schon stellt sich das alte mystische Denken ein, und flugs wird ein Bannspruch erfunden, auf den sich männiglich stürzt und der nun nicht nur in jedermanns Munde ist, sondern zum Allerweltsheilmittel par excellence zu werden droht. In ihrer Ratlosigkeit angesichts des betrüblich unklaren Zustands sucht die Welt einen Strohalm und findet ihn in unserer archetypischen Vergangenheit. „Corporate Governance“ heisst das heutige Abrakadabra. Wer sich nicht unverzüglich und uneingeschränkt dazu bekennt, wird bald einmal bei den Pestleuten im Bergsee landen. Corporate Governance lautet das momentan nachzubetende Glaubensbekenntnis. Es gehört zur politischen und wirtschaftlichen Korrektheit, sich unter den Segen des neuen Zauberworts zu stellen.

Beinahe jede Zeit kennt ihre Bannwörter. Vor Jahren (lang, sehr lang ist's her) bekannte man sich zu den „Konglomeraten“. Wer wirtschaftlich erfolgreich sein wollte, musste sich unternehmerisch möglichst breit abstützen, Synergiepotential hin oder her. Bald darauf kam die „Fokussierung“. Nun musste man sich auf die „Kernkompetenzen“ beschränken, mochte die unternehmerische Basis dadurch noch so schmal werden. Im Zuge der „New Economy“ durfte man sodann als Unternehmung kein Geld mehr verdienen. Eine gesunde realexistierende Ertragslage wurde als verdächtiges Zeichen für mangelhafte Zukunftsorientierung angesehen. Und nun, nachdem sich das Nichtverdienen für sehr viele Unternehmungen nicht nur der „New Economy“ als ziemlich ungesundes Konzept herausgestellt hat, kommt die „Corporate Governance“.

Dabei ist „Corporate Governance“ nicht einmal neu. 1934 veröffentlichte der amerikanische Ökonomieprofessor und Fondsmanager Benjamin Graham ein Buch unter dem Titel „Security Analysis“, in welchem er auf den immanenten Interessenkonflikt zwischen den Aktionären und dem Management hinwies. Für ihn waren es die Fragen der Bezüge (Saläre, Boni, Optionen), der Expansionsstrategie (grössere Unternehmungen

bedeuten mehr Macht und höheres Prestige), der Dividendenpolitik (einbehaltenes Geld erhöht den Spielraum des Managements zur Verfolgung von Eigeninteressen), der Weiterführung oder der Aufgabe unprofitabler Geschäftszweige sowie der Informationspolitik gegenüber den Aktionären. Wer die gegenwärtige Literaturschwemme zum Thema „Corporate Governance“ durchkämmt, wird schwerlich viel Neues oder entscheidend Anderes finden. Das ist erfreulich und betrüblich zugleich. Erfreulich deshalb, weil somit offenbar unsere Zeit doch nicht so verschieden sein kann von früheren Zuständen der Wirtschaft und mithin Enron und Swisair und WorldCom nicht das Ende des Kapitalismus darstellen werden. Betrüblich insofern, als anscheinend weder das Publikum noch die Wissenschaft lernfähig sind. Sonst hätte man sich seit Erscheinen der Publikation von Graham einige Verluste bei Aktienanlagen und eine Menge abgeholzter Wälder für „Corporate Governance“-Literatur ersparen können.

## 2. Die Suche nach den Pestleuten

In den letzten zwei Jahren wurde weltweit sehr, sehr viel Kapital vernichtet. Der Index MSCI World verlor seit März 2000 rund 33 Prozent; von seiner Kapitalisierung her entspricht dies 12'000 Milliarden US-Dollar. Ein unvorstellbar hoher Betrag. Nicht inbegriffen in diesem Verlust sind alle nicht vom Index erfassten Werte, also der gesamte Private Equity-Bereich beispielsweise. „Vermögensvernichtung“ tönt auf aggregierter Ebene noch ziemlich harmlos und anonym, in den individuellen Portefeuilles von Anlegern wiegen die Verluste schwer und sind sehr konkret. Die Frustration über das Geschehene ist verständlich, und dass man nun nach Schuldigen sucht, ist naheliegend.

In der jüngsten Ausgabe von Business Week werden mit dem Ausruf „Enough Already!“ unter anderem exzessive Saläre, selbstherrliche Verwaltungsräte, fragwürdige Rechnungslegungsmethoden, schwache Führungsfähigkeiten und korrupte Finanzanalyse beklagt. Gewiss: Die Mängel sind eklatant und der negativen Beispiele sind mit Abstand zu viele. Aber macht man es sich nicht trotz allem bei weitem zu einfach, wenn man nun, nach den erlittenen Verlusten, das gesamte System sozusagen unter Generalverdacht stellt, nachdem man sich während der ganzen Boomphase um unternehmerischen Anstand, wie man „Corporate Governance“ auch nennen könnte, nicht nur nicht gekümmert hatte, sondern ganz im Gegenteil Woche für Woche einen Strahlemann nach dem andern hochgejubelt hatte? Die pharisäische Art und

Weise, mit der nun nach Schuldigen gesucht wird, stört sehr.

Das Problem eines so krassen Einbruchs an den Finanzmärkten liegt doch ganz einfach darin, dass vieles, was objektiv gesehen nie in Ordnung war, bzw. sich im Bereich krimineller Tatbestände bewegte, nie an die Oberfläche gekommen wäre, wenn es – eben – diesen Einbruch nie gegeben hätte. Wäre alles einfach so weitergegangen, wie man es sich aus den neunziger Jahren gewohnt war, dann würden die exzessiven Strahlemänner immer noch die Umschläge von „Business Week“ und „Forbes“ und „Bilanz“ zieren. Kein Mensch käme auf die Idee, ihre Saläre in Frage zu stellen oder ihre Bilanzen kritisch zu hinterfragen. Denn schliesslich würden sich ja die durch Akquisitionen aufgetürmten „Goodwills“ in ihren Bilanzen durch Marktwerte laufend bestätigen – und was gibt es Unbestechlicheres als einen bezahlten Marktwert? Und niemand würde sich daran stören, wenn die Eigenmitteldecke durch zusätzliche Verschuldung noch einmal dünner geworden wäre, denn die Aktienmärkte würden sich ja nach wie vor ergeilen an der nochmals höheren Eigenkapitalrendite. Es wäre doch genau so, nicht wahr? Und es *war* doch genau so, während Jahren! Und wir alle (einige ein bisschen weniger bzw. mit ein bisschen mehr Bauchweh als andere) waren doch Teil dieses fast automatisch laufenden Systems der immer noch höheren Bewertung von Dingen, von denen man letztlich keine Ahnung haben konnte.

Nun sind die Bewertungen aber nicht mehr noch höher geworden, sondern drastisch eingestürzt. Die Sünden, die man sonst nicht gesehen oder die man gerne übersehen hätte, kommen nun zum Vorschein. Wir sind weit davon entfernt, das Geschehene zu beschönigen. Strafrechtlich Relevantes soll vor den Richter, Unanständiges soll schonungslos aufgedeckt, Übertriebenes soll angeprangert werden. Aber nicht, ohne zu erkennen, dass niemand ohne Fehl und Tadel war. Die jeder Marktsituation innewohnende Tendenz zur Extrapolation des soeben Erlebten führt immer wieder und systematisch dazu, dass man zur Mittäterschaft verurteilt ist. Es ist gut, sich daran zu erinnern, wenn man nun daran geht, völlig locker den Stab über die Exponenten der Boomphase zu brechen.

## 3. Backtrading und Wahrscheinlichkeit

Bei der seinerzeitigen Beurteilung des Umgangs von Historikern mit der Geschichte der Schweiz im Zweiten Weltkrieg stiessen wir uns ganz besonders an dem an Überheblichkeit grenzenden

Gehabe, mit dem man aus der heutigen Warte der Sicherheit heraus ein früheres Verhalten in völliger und gravierender Unsicherheit anging. Es ist absolut unrichtig zu behaupten, dass dies bei der Geschichtswissenschaft sozusagen in der Natur der Sache liegt. Es wäre auch einem Historiker unbenommen, mit angemessenem Respekt vor den Vorfahren ans Werk zu gehen. Die lediglich durch Unsicherheiten und Wahrscheinlichkeiten gekennzeichnete frühere Situation müsste mit höchstem Gewicht in die historische Beurteilung einfließen, wenn überhaupt eine Beurteilung angemessen wäre.

Es ist doch beinahe unmöglich, die früheren Entscheidungssituationen so zu simulieren, dass die jeweiligen Dilemmas noch einmal, wiedererlebbar, nachvollzogen werden können! In der Schweiz wurde, aus verständlichen Gründen, in letzter Zeit viel über das Versagen des früheren Swissair-Verwaltungsrats gesagt und geschrieben. Auch hier gibt es sicherlich nichts zu beschönigen. Aber ist denn jeder, der nun so locker ein Urteil über das Gremium und seine Exponenten ausspricht, so sicher, in jener, damaligen Situation ganz anders und viel besser gehandelt zu haben? Konkret: War denn nach dem Volksnein zum Beitritt der Schweiz zum Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) im Jahre 1991 so klar, wie es mit der Swissair weiterzugehen hätte? War der aggressive Ausbau des Zürcher Hubs in jener Zeit (nicht heute!) wirklich so abwegig und so kontrovers?

Oder bei unseren famosen Versicherern Swiss Life (Rentenanstalt) und Zurich Financial Services (Zürich Versicherungen): Dürfen denn alle, die nun die Herren Zobl und Hüppi in Grund und Boden verdammen, für sich in Anspruch nehmen, sie hätten damals weitsichtiger, bescheidener, solider gehandelt? Musste damals aufgrund der Vorgaben der Finanzmärkte nicht fast zwingend weiteres Wachstum extrapoliert werden und die Strategie der Versicherungsgesellschaften darauf ausgerichtet werden? Es ist doch ganz generell so: Die letzten zehn Jahre extrem freundlicher Verhältnisse an den Finanzmärkten wie auch in konjunktureller Hinsicht und die nachfolgende extrem kühle Dusche vermittelten doch sämtlichen Führungsgremien dieser Welt ein ganz besonderes Ausmass an Gelegenheiten, Entscheide zu fällen, die sich im nachhinein als verhängnisvoll herausstellen sollten. Aber eben nur im nachhinein!

Damit nähern wir uns dem Kern der Problematik in der heutigen Diskussion um Corporate Governance: Es gilt zu unterscheiden zwischen wirklich unkorrektem, allenfalls kriminellem

Verhalten einerseits und aus nachträglicher Sicht zwar falschem, schwer verständlichem, vielleicht auch kurzsichtigem *Handeln in Unsicherheit* andererseits! Bei weitem nicht alles, was sich heute als verhängnisvoll erweist, hat seine Ursache in damaligen Verstössen gegen irgendwelche Corporate Governance-Grundsätze. Und umgekehrt entstand möglicherweise vieles, was heute als gelungen und unbedenklich erscheint, unter Gegebenheiten, die jeglichen „Codes of Best Practice“ widersprochen hätten.

Wenn nicht Wahrscheinlichkeiten, sondern weitgehende Sicherheit die jeweilige Entscheidungssituation kennzeichnen würde, und wenn es nicht in hohem Masse schwierig wäre, zwischen kurzfristigen und langfristigen Interessen der Unternehmung zu unterscheiden, dann wäre es vielleicht richtig, die Schuld für Fehlentwicklungen in erster Linie in Verstössen gegen Grundsätze der Corporate Governance zu suchen. Wie sich die Sache aber in den letzten Jahren präsentiert hat, gibt es für die meisten Fälle nur die Feststellung: Es ist leider anders gekommen, als man gehofft oder gedacht hat.

#### **4. Teilbare Verantwortung?**

So, wie die Diskussion um Corporate Governance momentan in Europa und in Amerika verläuft, deutet nun aber alles auf einen nächsten Regulierungsschub hin. Es werden alle möglichen „Codes of Best Practice“ erfunden. Deren Inhalt ist nicht falsch, beileibe nicht. So wird die Behandlung der Aktionäre festgelegt, insbesondere was deren Information angeht oder deren Wahrnehmung von Rechten an Generalversammlungen. Es werden Richtlinien für die Zusammensetzung des Verwaltungsrats zur Vermeidung von Interessenkonflikten statuiert und Aussagen zur Personalunion von Verwaltungsratspräsidium und Geschäftsleitung gemacht. Schliesslich wird die Schaffung verschiedener Verwaltungsratsausschüsse vorgeschlagen. Sie sollen die „heiklen“ Bereiche der Saläre des Managements, des Rechnungswesens und der Verwaltungsratsnominierungen behandeln.

Wie gesagt: Alles gut und wünschbar. Ziemlich genau dort aufgesetzt, wo Benjamin Graham vor bald 70 Jahren die grössten Gefahren in der Unternehmungsführung ortete. Keine Frage: Viele Fehler und Unkorrektheiten würden vermieden, wenn sich mehr Unternehmungen an solche und ähnliche Regeln halten würden. Und vielleicht gäbe es sogar weniger offenkundige Betrugsfälle. Möglicherweise würde sich manche Unternehmungsleitung auch auf einen längerfristigen Horizont für ihre Entscheidungen einlassen. Wir

zeigen gegen den Schluss dieses Anlagekommentars auf, wie unser Bankhaus die Einhaltung von Corporate Governance-Regeln in den Anlageentscheid einfließen lässt. Wir glauben nämlich daran, dass sich korrektes unternehmerisches Verhalten längerfristig auch in relativ höheren Aktienkursen ausbezahlt.

Es gibt allerdings ein gewichtiges Aber. Viele Corporate Governance-Regeln laufen nämlich, im Bestreben um höchstmögliche Vermeidung von Interessenkonflikten, auf eine Aufteilung unternehmerischer Verantwortung hinaus. Und solcherlei funktioniert in der Praxis leider fast nie. Beispielsweise hängen die Gesamtstrategie und die Salärpolitik für das oberste Kader untrennbar zusammen, denn die meisten Strategien kann man nicht ohne die Leute zum Rollen bringen, die es dazu eben braucht – und diese pflegen das auch zu wissen, was sich dann in den Bezügen niederschlägt. Auch der Prüfungsausschuss, das sogenannte „Audit Committee“, mag eine durchaus erfreuliche Einrichtung sein. Zwischen der Präsentation der Rechnung und der effektiven Geschäftstätigkeit gibt es aber eine Vielzahl von notwendigen Wechselwirkungen. Wer sich auch nur ein wenig im Rechnungswesen auskennt, weiss, dass es *die* korrekte Darstellung und *die* korrekte Bewertung von Bilanzpositionen nicht gibt. Der Spielraum ist fast unbeschränkt, und nur in Extremsituationen wie jüngst nach den dramatischen Börsenverlusten erscheinen bestimmte Darstellungsweisen als tatsächlich falsch. Gewiss kann ein Audit Committee für Konstanz in der Darstellungsweise sorgen – das Rechnungswesen von der unternehmerischen Verantwortung trennen lässt sich damit aber nicht.

Darüber hinaus stelle man sich einmal vor, welche gruppendynamischen Vorgänge zwischen Geschäftsleitung und einem dieser Committees ablaufen werden. Es ist doch naheliegend, dass jene, die für die „heiklen“ Bereiche der Saläre und die Art und Weise der Rechnungslegung zuständig sind, alles daran setzen werden, für alle Zukunft irgendeiner möglicherweise drohenden Haftbarkeit für unprofessionelles Verhalten auszuweichen. Auch Committees unterliegen Anreizen. Der höchste Anreiz für ein von der Unternehmensleitung abgekoppeltes Committee liegt in der Vermeidung von (letztlich persönlichen) Risiken. Aus dieser voraussehbaren Konstellation lässt sich das folgende ableiten: Erstens dürfte es zu nicht unproblematischen Auseinandersetzungen zwischen der Geschäftsleitung und den eingesetzten Spezialcommittees kommen. Denkbar ist ziemlich alles zwischen der

einfachen menschlichen Spannung und der veritablen Bestechung. Zweitens dürfte ein suboptimales Mass an Entscheidungs(un-)freude herrschen. Was resultiert, sind langsamere, höchstwahrscheinlich besser dokumentierte, nach allen möglichen (bekannten) Risiken abgewägte Entscheidungen. Das wird seinen Preis haben: man wird unter diesen Gegebenheiten vieles verpassen. Der Ökonom spricht von Opportunitätsverlusten.

##### **5. Corporate Governance: künftig einklagbar**

Was weiter folgen wird, liegt auf der Hand: Die von Nongovernmental Organizations wie der „Economie Suisse“ entworfenen „Codes of Best Practice“ werden irgendwann einmal allgemein anerkanntes „Recht“ (im Sinne von „Soft Law“, also nicht von einem Gesetzgeber erlassenen Recht) und als solches Grundlage für Klagen aller Art. Es wird fast immer ein leichtes sein, Verstöße gegen die „Best Practices“ nachzuweisen. Und dann sind Tür und Tor geöffnet für eine bisher unbekannte Art von Back Trading: Dass der Anleger sich auf dem Rechtswege schadlos zu halten versucht für Risiken, die mit dem Betreiben von wirtschaftlichen Unternehmen notwendigerweise verbunden sind. Man wird strategische Fehlentscheide einklagen, man wird versuchen, unprognostizierbare Entwicklungen im nachhinein als absehbar zu apostrophieren. Nach den absurden und wachstumsfeindlichen Produkthaftpflichtregeln wäre dann ein neues Haftpflichtrecht entstanden: Die *Strategiehaftpflicht*.

Aus der Illusion der Corporate Governance wird auf diese Art ein Albtraum. Die ersten Anzeichen für eine Entwicklung in diese Richtung sind unseres Erachtens bereits Tatsache. Kein unternehmerischer Flop, der nicht eine Myriade von Klagen nach sich ziehen würde. Und noch viel schlimmer: Kein Tag, an welchem bei Verwaltungsräten nicht Post von irgendwelchen Beratern eingehen würde, wie man sich in Zukunft vor Übertretungen gegen Regeln der Corporate Governance schützen kann. Eine weitgehende Immobilisierung der obersten Führungsgremien von Unternehmungen durch Juristen und Berater ist ohne Zweifel in Sicht. Viel Vergnügen!

Wenn rückwärtsgerichtete Corporate Governance, wie sie heute, das heisst nach den dramatischen Entwicklungen der letzten zwei Jahre, geübt wird, offensichtlich in die Irre führt, dann bedeutet dies nicht, dass das Konzept als solches oder als ganzes wertlos wäre. Benjamin Graham hat uns das ja schon vor 70 Jahren gesagt! Und wir haben in den letzten zwei Kapiteln festge-

stellt, dass unternehmerische Verantwortung nicht teilbar ist. Wenn das so zutrifft: Wer ist dann aber der wirkliche Verantwortungsträger? Der Manager? Oder der Verwaltungsratspräsident? Sicher nicht. Der Manager trägt Führungsverantwortung, gewiss. Der Verwaltungsratspräsident trägt Verantwortung als Sachwalter, als Treuhänder des Aktionärs. Aber die unternehmerische Verantwortung? Sie kann nur beim Eigentümer liegen, und dieser Eigentümer ist im kapitalistischen System der Aktionär. Jegliche Anstrengungen, diese Verantwortung, sprich: das Risiko, dem Eigentümer abzunehmen und über die Einklagbarkeit von Corporate Governance-Regeln auf Dritte umzuverteilen, resultiert in einer Verwässerung nicht nur des Risikos, sondern auch des künftigen wirtschaftlichen Erfolgs. Verantwortung wahrnehmen heisst: Einfluss ausüben. Auf die Verhältnisse, wie die Unternehmung organisiert ist im Angesichte aller künftigen Unsicherheiten und aller strategischen Fehler, die man laufend begehen kann. Einfluss auf Corporate Governance ist m.a.W. die ureigenste Pflicht, die es für einen Eigentümer geben kann.

#### **6. Aufstand der Aktionäre – mitnichten!**

Als Eigentümer Einfluss ausüben: Funktioniert das? Die jüngste Geschichte lässt einen da schon zweifeln. Bei aller geübten Rücksichtnahme auf die schwierige Entscheidungssituation, in welcher sich zu jedem Zeitpunkt jedes Führungsgremium sieht, da die Zukunft nun einmal unsicher ist und somit immer nur über Wahrscheinlichkeiten diskutiert werden kann, stellt sich nach dem Zusammenbruch einer Swissair und einer Enron und der Mega-Krise von ABB trotz allem die Frage, weshalb bestimmte personelle Konstellationen, die man schon früh als unheilvoll erkannt hatte, jeweils nicht früher bereinigt werden (können?). In der Neuen Zürcher Zeitung fragte vor kurzem ein beinahe etwas verzweifelter Leitartikler: Wo bleibt denn der Aufstand der Aktionäre? Dass beim Staat und den die wirklichen Volksinteressen kaum je ganz richtig wiedergebenden demokratischen Mechanismen personelle Zustände im Argen liegen können und meist über längere Zeit liegen bleiben, mag man mittlerweile als gegeben akzeptieren. Weshalb in aller Welt aber reagiert der private Sektor nicht bedeutend rascher und konsequenter?

Zunächst: Ganz gewiss darf man den Grund für die augenscheinliche Passivität nicht in den Mängeln der Aktionärsdemokratie suchen. Verschiedene Artikel der „Best Practices“ für Corporate Governance beschäftigen sich mit der

Wahrung der Rechte der Aktionäre, namentlich an den Generalversammlungen. Unseres Erachtens ist die Müh' umsonst. Eine Versammlung ist eine auf Individuen ausgelegte Form von Kommunikation und Entscheidungsfindung. Jedes Individuum hat einen Kopf, in der Aktionärsversammlung aber zumeist ganz unterschiedlich viele Stimmen. Das geht nicht zusammen. In den allermeisten Fällen ist der Ausgang der Abstimmungen wegen der Konzentration von Stimmen bereits gegeben, und die Versammlung verkommt zum nickenden und applaudierenden Volkskongress kommunistischer Ausprägung. (Die seltsam berührende Nähe zwischen Aktionärsdemokratie und den „Vorbildern“ aus dem früheren Warschauerpakt ist übrigens in verschiedener Hinsicht frappant. Opulenter Blumenschmuck wie bei einem Begräbnis, eine Sitzordnung der Unternehmensleitung, als befände man sich hinter der Kremllmauer, euphemistische Reden, wie wenn man über die Erfüllung des Fünfjahresplans rapportieren müsste, Duldung von Widerspruch, ohne ihn ernstnehmen zu müssen, Zustimmungsquoten von 90 Prozent und mehr... Nur das Essen nach der Hauptversammlung dürfte besser sein.) Die Aktionärsdemokratie heutiger Ausprägung ist bestenfalls ein formelles Sanktionsorgan. Eine Plattform für Corporate Governance ist sie nicht. Ein Ausweg aus dieser Situation könnte möglicherweise in der elektronischen Stimmabgabe über das Internet liegen.

Das mächtigste Instrument, das der Aktionär bezüglich Durchsetzung seiner Vorstellungen zur Unternehmensführung in der Hand hält, ist die Möglichkeit zum Kauf oder zum Verkauf der Aktie. Damit beeinflusst er den Aktienkurs. Grosse Unzufriedenheit führt zu vielen Verkäufen und damit zu tieferen Kursen. Fällt der Kurs einer Aktie auf ein bestimmtes Niveau, dann kommt irgendwo der Punkt, an welchem eine Übernahme der Unternehmung durch einen Dritten interessant wird. Und dann wird das Management, welches die Unzufriedenheit der Aktionäre bewirkt hatte, ausgewechselt. Die Sorge, dass solches passieren könnte, entfaltet ihre Vorwirkung. Mit der stetig vorhandenen Angst im Nacken, übernommen werden zu können, wird man sich wohl eher zu Transparenz, Anstand, Nachhaltigkeit drängen lassen als ohne diese Bedrohung. Rein theoretisch müsste das doch genau so funktionieren, nicht wahr?

Tut es aber nicht. Die Aktionäre, die aufgrund einer sauberen Analyse des Leistungsausweises einer Firmenleitung ihre Aktien kaufen oder verkaufen, sind nämlich in der absoluten Min-

derheit. Ohne hier auch noch (und zum wiederholten Male) in das momentan gängige Analysten-Bashing einzustimmen: Es scheint uns recht selten, dass Anlageentscheide auf einer umfassenden, notwendigerweise verschiedenste Aspekte berücksichtigenden Analyse beruhen. Vielmehr sind es wenige, häufig auch noch recht irrelevante Einzelinformationen, die den Entscheid herbeiführen. Bei Verkaufsentscheiden ist es zumeist der Einstandskurs...

Wesentlicher scheint uns aber, dass im Grunde genommen gar nicht viel Aktienmaterial im wirklichen Sinne des Wortes je auf den Markt gelangen kann. Dies trifft namentlich für den engen schweizerischen Markt zu. Weshalb? Weil sich ein wesentlicher Teil der Aktien in den Händen von institutionellen Anlegern befindet. Wir haben für eine Anzahl von wichtigen Schweizer Titeln eine Untersuchung zum effektiven Free Float durchgeführt und kommen zu folgenden Resultaten:

Unternehmen	Dispo-Bestand	Eingetr. Aktien	
		Institutionelle	Private
CS Group	ca. 30 %	70%	30%
Nestlé	ca. 30 %	56%	44%
Swisscom	ca. 15 %	95%	5%
Swiss Re	33.8%	75%	25%
UBS	40.3%	76.2%	23.8%
ZFS	n.a.	74%	26%

Quelle: (Umfrage bei Investors' Relation Offices)

Über den Dispobestand, das heisst jene Aktien, deren Besitzer die Eintragung aus welchen Gründen auch immer, nicht wünschen, kann man bezüglich Aufteilung in institutionelle und private Aktionäre nur mutmassen. Aber selbst wenn man vorsichtigerweise von nur etwa der Hälfte ausgeht, dann bestätigt sich gesamthaft das Bild: Schweizer Aktien werden zu einem überwiegenden Teil von institutionellen Kunden gehalten.

## 7. Wo ein wirkliches Corporate Governance-Problem besteht

Nichts gegen institutionelle Anleger! Sie sind uns hochwillkommene Kunden. Wo es sich um solche handelt, die frei im Markt bestehen müssen, also Versicherer, Unternehmungen mit ihren Finanzanlagen, grosse, in institutionelle Formen gegossene Privatvermögen, ist anzunehmen, dass diese ihre Anlagen tunlichst optimieren und gegebenenfalls auch bereit wären, ihre Aktionärsinteressen durch konsequente Umschichtungen oder durch Teilnahme an Übernahmen durchzusetzen. Im Grunde genommen verhielt sich die BZ Gruppe unter Martin Ebner in den neunziger Jahren genau so, wie man es von einem gewichtigen, seine ureigensten Interessen verfolgenden institutionellen Aktionär erwarten würde: Man

bringt ab und zu sein Gewicht in gestaltender Art und Weise ein.

Problematischer sieht die Situation im Bereich der durch Zwangssparen angehäuften Mittel aus, also im Pensionskassenbereich. Pensionskassen unterliegen in der Schweiz keinerlei Wettbewerbsdruck. Der Arbeitnehmer hat keine andere Wahl als diejenige Pensionskasse, die ihm sein Arbeitgeber zur Verfügung stellt. Das System basiert auf der Fiktion der paritätischen Beitragszahlungen von Arbeitnehmern und Arbeitgebern, als ob Pensionskassenleistungen ökonomisch kein Lohnbestandteil wären. Die Interessen der Destinatäre werden durch einen paritätisch gebildeten Stiftungsrat sichergestellt, wobei dies nur sehr theoretisch der Fall ist, denn die Interessenlage ist für Pensionierte und für Beitragszahler ja eine sehr unterschiedliche, und insbesondere bestehen immense Interessenkonflikte zwischen älteren und jüngeren Destinatären. Ausserdem hapert es recht häufig an den Sachkenntnissen, welche zur Wahrnehmung eines Stiftungsratsmandat notwendig wären.

Schweizer Pensionkassen haben in den letzten 15 Jahren für ihre Versicherten eine traurige Rendite erwirtschaftet.

Land	Rendite p.a.
Grossbritannien	10.35%
Irland	12.54%
Niederlande	9.64%
Schweiz	4.90%
USA	10.49%

Quelle: Europäische Kommission/NZZ

Dabei gilt es zu berücksichtigen, dass in den verschiedenen Ländern natürlich unterschiedliche Anlagerestriktionen zum Zuge kommen und somit die Zusammensetzung der Benchmarks notwendigerweise unterschiedlich ist. Einen derart grossen Renditeunterschied vermögen diese verschiedenen Rahmenbedingungen aber nicht zu erklären.

Es ist offensichtlich, dass ein wesentlicher Grund in der völligen Passivität von Pensionskassen bezüglich Durchsetzung von Aktionärsrechten liegt. Weshalb sollte man auch aktiv sein? Der Destinatär kann seine Kasse ja eh nicht wechseln! Man kann sich kaum eines Falls erinnern, bei dem Pensionskassen je auf die Hinterbeine gestanden wären und rechtzeitig einen Hüppi oder einen Lindahl oder einen Bruggisser von ihrem Amt verdrängt hätten. Wenn es jemanden gegeben hätte, der von der Stimmzahl her den notwendigen Druck hätte aufbauen können, dann wären es die Pensionskassen gewesen.

Aber es müsste ja nicht einmal aktives Eingreifen sein. Kaufen und verkaufen würde genügen.

Genau da liegt der Hase im Pfeffer. Es findet im wesentlichen nicht statt. Pensionskassen orientieren ihre Asset Allocation weitestgehend an Indizes und Benchmarks und müssen deshalb fast zwangsläufig bestimmte Titel halten. Gegen eine solche, sich an kapitalmässigen Schwergewichten orientierende Anlagestrategie ist gewiss nichts einzuwenden. Indexing und Benchmarking sind letztlich aber tautologische Anlagekonzepte: Wenn jedermann das genau Gleiche tut, dann tut er es, weil jedermann das Gleiche tut. Indexing und Benchmarking macht nur dann Sinn, wenn es im Markt von einer genügenden Menge von aktivem Asset Management begleitet ist, von Anlegern also, die besser als der Benchmark oder der Index sein wollen und dies durch aktives Kaufen und Verkaufen auch laufend manifestieren. Solcherlei fehlte bis vor kurzem in der Schweiz weitgehend. Mit gravierenden Folgen. Der institutionelle Teil der schweizerischen Anlegerschaft war dermassen immobil, dass sich jegliche Unternehmensleitung, von ABB bis zu Swisscom, in völliger Sicherheit wiegen konnte. Durch das vermehrte Auftreten von Hedgefonds, also aktiv gemanagten Anlagevehikeln, die nicht nur kaufen und verkaufen können, sondern darüber hinaus auch Short Selling und Leveraging betreiben dürfen, hat sich die Situation unseres Erachtens möglicherweise entschärft. Dennoch: Die grosse Mehrheit der schweizerischen Unternehmungen ist faktisch und strukturell immer noch vor Übernahmen geschützt, und schuld daran ist das durch den Gesetzgeber eingerichtete völlige *Fehlen von Wettbewerb* in einem wesentlichen Teil der institutionellen Anlegerschaft. So entpuppt sich ein Corporate Governance-Problem, das für die Schweiz ganz eindeutig nicht weggeleugnet werden kann, letztlich als Governance-Problem.

## 8. Vorwärtsgerichtete Corporate Governance

Wir glauben nicht, dass die derzeitige Diskussion um Corporate Governance die Welt besser machen wird. Im Gegenteil: Es ist zu befürchten, dass erstens nur Hoffnungen geweckt werden, die sich später als illusorisch erweisen werden, und dass sich zweitens aus den allerorts vorgeschlagenen „Codes of Best Practice“ einklagbares Soft Law ergeben wird. Mit rückwärtsgerichteter Corporate Governance wird sich ein Gemetzel um Schadensersatzklagen ergeben, das künftig die Unternehmensführung erschweren und verteuern wird und das eindeutig negative Wachstumsfolgen zeitigen wird.

Um so dezidierter vertreten wir den Standpunkt, dass vorwärtsgerichtete Corporate Governance Sinn, sehr viel Sinn macht. Der Aktionär kann

sich um die Wahrnehmung seiner Interessen nicht drücken. Genauso wenig darf sich der Berater des Aktionärs, also zum Beispiel sein Bankier, um diese Aufgabe drücken. Wenn Anstand, Ehrlichkeit, massvolles Verhalten Eigenschaften sind, die auf die lange Frist hin einer Unternehmung mehr Nutzen bringen als auf kurzfristigen Erfolg ausgerichtetes Raibertum und Blenderei, dann müsste letztlich das Kalkül auch finanziell aufgehen. Anlageentscheide, die vorwärtsgerichtete Corporate Governance berücksichtigen, müssten irgendwann zu Anlageerfolgen führen.

Seit unser Bankhaus eine eigenständige Selektion von Aktien im Rahmen seiner Anlagemethode durchführt, ist ein Beurteilungsbogen mit Corporate Governance-Kriterien fester Bestandteil des Prozesses. Für jede der von uns empfohlenen Aktien untersuchen wir die folgenden Punkte:

- **Führung:** *Wie ehrlich erweist sich die Unternehmensführung? Werden Fehler zugegeben? Orientiert sich die Führung am Aktionärsinteresse? Oder stehen Eigeninteressen eindeutig im Vordergrund? Wie steht es um die Kompetenz und die Berufserfahrung in den obersten Gremien?* – In diesem Bereich ist es fast unmöglich, keine Satire über die Beispiele von Swissair, ABB, Zurich Financial Services oder Swiss Life zu schreiben. Die Anzeichen bei positiven Beispielen sind bedeutend versteckter, aber man kann sie finden. Wenn eine Unternehmensleitung sich zu einer Rückzahlung überschüssigen Kapitals entscheidet wie im Fall von Swisscom, dann kann dies als Respekt vor dem Aktionär interpretiert werden, der mit dem Geld ausserhalb der Unternehmung andere Opportunitäten wahrnehmen kann. Oder wenn der CEO von Coca Cola, Douglas N. Daft, bereits seit 33 Jahren für die Firma arbeitet, dann darf der Aktionär getrost sein, dass genügend Geschäftskennnisse vorhanden sind!
- **Bekanntnis zu Corporate Governance:** *Existieren ernstzunehmende Regeln zur Einschränkung der schlimmsten Interessenkonflikte? Gibt es jemanden, der bewusst darüber wacht? Wird auf den diesbezüglichen Erfolg im Jahresbericht eingegangen?* – Ein Blick in den Geschäftsbericht der Swiss Re zeigt in dieser Hinsicht eine erstaunliche und sehr vertrauenserweckende Offenheit auf. Bei Novartis wurde neuerdings ein Ausschuss eingesetzt, der eigens über die Einhaltung von Corporate Governance Regeln wacht. Bei allen Vorbehalten gegenüber „Committees“ dürfen solche Anstrengungen nicht als irrelevant hingenommen werden.

- **Rechte der Aktionäre:** *Wie steht es mit den Stimmrechtsbeschränkungen? Erfolgt bei Kapitaltransaktionen eine strikte Gleichbehandlung der Aktionäre? Werden Anstrengungen zur Vereinfachung der Stimmrechtsabgabe getroffen (z.B. über Internet)?* – Wenn auch Aktionärsdemokratie in der traditionellen Ausgestaltung problematisch erscheint, darf nicht übersehen werden, dass die Generalversammlung das sanktionierende Organ für die ultimative Durchsetzung von Corporate Governance ist: für die Übernahme. Die zahlreichen Stimmrechtsbeschränkungen, die man in der Schweiz immer noch vorfindet, sind aktionärsfeindlich und dienen letztlich auch der Unternehmung nicht, da faktische Nichtübernahmefähigkeit zwingend den Aktienpreis drückt und die Eigenmittelkosten damit zu hoch ausfallen.
- **Top Management Team:** *Wie ist die Unternehmensleitung organisiert – gibt es z. B. eine Personalunion von Verwaltungsratspräsident und CEO? Wie wird das oberste Management entschädigt? Falls es am Ergebnis beteiligt ist: Wie langfristig sind die Anreize angelegt? Erfährt der Aktionär etwas über diese Mechanismen?* – Den Anhängern der Gewaltenteilung nach Montesquieu ist ein übermächtiger Einzelchef ein Dorn im Auge. In den allermeisten Fällen dürften sie damit recht haben. Die Tendenz läuft neuerdings, wie das Beispiel Zurich Financial Services zeigt, in Richtung Gewaltenteilung. Hingegen scheint uns die vielerseits geforderte Transparenz für die Löhne nebensächlicher Natur, vorausgesetzt, man kennt die Struktur der Anreizmechanismen für das Management. Absolute Zahlen sind etwas für den Blick-Leser.
- **Verwaltungsrat:** *Gibt es Abhängigkeiten gegenüber dem Management? Wie viele der Mitglieder sind auf ihr Mandat angewiesen? Wie steht es mit der Kompetenz und der Berufserfahrung? Haben die Verwaltungsräte zur Ausübung ihres Mandates genügend Zeit? Ist die Belegschaft von der Einsitznahme in den Verwaltungsrat ausgeschlossen? Wie sind die Anreize für Verwaltungsräte angelegt? Gibt es Unterausschüsse und funktionieren sie?* – Auch bei diesem Kriterium fällt es wieder schwer, keine Satire zu schreiben. Wie verheerend Mitbestimmungsrechte sein können, zeigt das Beispiel des Daimler-Chrysler-Aufsichtsrats: Von 20 Aufsichtsräten gehören 10 der Belegschaft an!
- **Kontrolle:** *Gibt es genügend Elemente zur materiellen Kontrolle der Unternehmung? Wie werden die Kontrollresultate kommuniziert? Rechtzeitig? Wie steht es um die Qualität der Berichterstattung? Werden Risiken ebenfalls reflektiert?* – Als positives Beispiel in der Schaffung von mehr Kontrolle und Transparenz mag uns die Ausgliederung von Paine Webber aus der Berichterstattung über das Private Banking der UBS dienen. Seither weiss man, was die Last der teuren Akquisition aus dem Jahr 2000 bedeutet. Der Aktionär ist bedeutend besser in der Lage, die Situation einzuschätzen als unter dem alten Regime der intransparenten Quersubventionierung.
- **Informationspolitik:** *Werden das Resultat verschleiernde Rechnungslegungsstandards verwendet? Erfolgen Analysen, wenn es zu namhaften Budgetabweichungen kommt? Kommt es zu Diskriminierungen in der Information verschiedener Aktionärskategorien?* – Gegenwärtig sind vor allem die Rechnungslegungsstandards im Visier. Zu recht. Wenn man z.B. bedenkt, dass über eine „Glättung“ des Finanzresultats („nicht permanente Kapitalverluste“) das Jahresresultat 2001 der Swiss Re um etwa 900 Millionen Franken zu günstig ausgefallen ist, und wenn man bedenkt, dass es sich bei besagter Unternehmung um einen der Hoffnungsträger in bezug auf Vertrauenswürdigkeit handelt, dann kann man die allgemeine Verunsicherung an den Finanzmärkten schon verstehen...

---

Auch vorwärtsgewandte Corporate Governance ist nicht alleinseligmachend. Bei uns ist die Beurteilung, die übrigens nur selten ein einheitlich positives oder negatives Bild für eine Unternehmung ergibt, nur ein Element in der bedeutend weitergehenden Aktienanalyse. „Harte“ Zahlen und Fakten über die Ertragslage der Firma oder über die Bilanzrelationen sowie eine Beurteilung dessen, ob man tendenziell für einen Wert zu viel oder zu wenig bezahlt, sind uns wichtiger.

Ganz abgesehen davon fallen die grössten Originale unter den Unternehmern regelmässig durch sämtliche Tests bezüglich Corporate Governance. Die kreativsten Geister, das unternehmerische Urgestein sozusagen, lässt sich halt nicht in fixe Kategorien einteilen. Und wenn wir uns in dieser Zeit der Verunsicherung und des Pessimismus etwas wünschten, dann wären es just einige Exemplare mehr von jener Spezies.