

# Eigentum und Entscheidungsmacht

bergsicht



KAPITEL 1

## Schweizer Unternehmer unter Druck

Eines ist klar: Der Schweizer Franken wird auf absehbare Zeit gegenüber anderen Währungen so hoch notieren, dass schweizerische Unternehmungen, die ihre Konkurrenz im Ausland haben, vor höchste Herausforderungen gestellt sein werden. Im einen oder anderen Fall wird sich die Überlebensfrage, und der eine oder andere Unternehmer wird sich durchaus auch die Sinnfrage stellen. Rechtfertigt es sich, als Schweizer Firma unter den gegebenen Rahmenbedingungen noch weiterzumachen? «Durchhalten» – diese Parole geht leicht über die Lippen, vor allem dann, wenn es einen nicht selber betrifft. Die vorliegende Ausgabe der *bergsicht* befasst sich aus aktuellem Anlass mit der ur-ökonomischen Existenz- und Sinnfrage und mit der Rolle, den unternehmerischen Familien in diesem Zusammenhang spielen können.

Und wir beginnen gleich mit einem konkreten Beispiel – einer Familie, die den Exit aus ihrem Unternehmerdasein gewählt hat. Um es vorwegzunehmen: Wir halten den Entscheid der Familie Burkard, ihre Kontrollmehrheit am Baustoffhersteller Sika zu

veräussern, für nachvollziehbar. Die im selben Umfeld tätige französische Firma Saint-Gobain als möglichen Käufer anzugehen, war überdies logisch, denn wer sonst wäre an der Kontrollmehrheit an einer Firma mehr interessiert als einer, der durch Synergien und wegfallende Werbungskosten von Anfang an Kapital schlagen kann? Dass man sich für die mit dem Eigentum an der spezifischen Aktienklasse verbundene Entscheidungsmacht entschädigen lässt, ist doch völlig selbstverständlich, denn es geht hier ja nicht um den Betrieb einer Sonntagsschule, sondern um Ökonomie, und die Währung von Ökonomie ist Geld! Andere – durchaus denkbare – Lösungen, auf die zurückzukommen ist, sind der Wertefrage zuzuordnen.

Wenn sich Minderheitsaktionäre benachteiligt fühlen, dann ist ihnen vorzuhalten, dass sie es schlicht verpasst hatten, die mit dem Erwerb von Aktien notwendigerweise verbundenen Hausaufgaben zu erledigen: sich nämlich ins Bild zu setzen, in welche Rechtsstruktur von Miteigentum man sich als Aktionär begibt. Es war bei Sika völlig transparent, dass verschiedene Aktienkategorien vorliegen und dass die Familie Burkard dadurch über die Stimmenmehrheit verfügt; ebenso klar war, dass die Familie Burkard einem allfälligen Erwerber ihres Aktienpakets eine Mitgift mit auf den Weg geben kann. Nämlich den Komfort, den auf das Stimmrecht bezogenen Minderheitsaktionären kein Übernahmeangebot unterbreiten zu müssen. Das Schweizerische Börsenrecht lässt einen solchen Verzicht auf einen Übernahmepflicht zu; das «Opting Out» muss von einer am Schweizer Kapitalmarkt operierenden Unternehmung explizit in den Statuten erwähnt und der Schweizer Börse gemeldet werden und ist somit sichtbar. Dass Sika zu dieser Kategorie von Firmen gehörte, war

bekannt. Jeder auch nur halbwegs professionelle Anlageberater muss über solche und ähnliche Dinge Bescheid wissen, nicht zu reden von den Managern institutioneller Vermögen wie Pensionskassen, die unter anderem für genau solche Kenntnisse entlohnt werden. Wer den angeblich benachteiligten Minderheitsaktionären das Wort redet, bewegt sich auf «Kassensurz»-Niveaufehlgeleiteten Konsumentenschutzes.

Wir wollen im folgenden begründen, welche Überlegungen uns zu einem so eindeutigen Urteil in der causa Sika bewegen, und uns im Zuge dieser Darstellung auf Glanz- und Schattenseiten der sich in wenigen Händen befindlichen Entscheidungsmacht über Unternehmungen auslassen. Der Zweck der Analyse ist nicht normativer Natur, das heisst, wir stellen uns nicht in die Reihe derer, die nun am Beispiel des zugegebenermassen aufsehenerregenden Falls Sika erneut und zusätzlich das Schweizer Aktienrecht verändern wollen. Vielmehr geht es uns darum, das Phänomen des Eigentums an Unternehmungen so darzustellen, wie es nun einmal ist, den globalen Kontext dabei nicht zu vernachlässigen und nicht zu vergessen, wozu am Ende eigentlich alles dient: Wertschöpfung zu ermöglichen. Wenn als Folge davon unsere Leser den Aktienbesitz wieder vermehrt als eine Art qualifizierter wirtschaftlicher Existenz und Betätigung und weniger als passives Vereinnahmen von Dividenden und mehr oder weniger interessierte Kenntnisnahme von Kursgewinnen verstehen, dann ist der Zweck dieser *bergsicht* erreicht. In Zeiten des tiefgreifenden Umbruchs, in denen wir zweifelsohne leben, wird von den Unternehmungen enorm viel strategische Arbeit verlangt. Deshalb ist von höchster Relevanz, wie Entscheidungsmacht organisiert ist.

## KAPITEL 2

### Inhärente Ungleichheit: fast zwingend

Am Anfang einer Unternehmung steht nicht das Wort, sondern der unbedingte Wille einer einzigen Person oder einer kleinen Gruppe von Personen, die sich auf Gedeih und Verderben einem gemeinsamen wirtschaftlichen Zweck verschrieben haben, die felsenfest davon überzeugt sind, dass genau sie und nur sie mit genau ihren Ideen und Prozessen Erfolg haben werden und dass der Markt auf sie gewartet hat, und die ihre ganze Arbeitskraft und Disziplin, darüber hinaus oft auch ihr gesamtes Eingemachtes, manchmal auch noch das ihrer Freunde und Verwandten einsetzen, um die ambitiösen Ziele zu erreichen. Da in den allermeisten Fällen dennoch Kapital fehlt und mithin von dritter Seite zugeführt werden muss, ergibt sich sozusagen von Anfang an beziehungsweise bereits im *status nascendi* einer Un-

ternehmung das Bedürfnis nach einer Ungleichbehandlung unter den Aktionären. Mit reinen Einheitsaktien – «one share, one vote» und ohne jegliche zusätzlichen Auflagen durch Veräusserungsverbote und dergleichen: So startet kaum eine Unternehmung in ihr Leben. Denn derjenige oder jene Gruppe von Menschen, die ihren, wenn man das so sagen kann, *unternehmerischen Impetus*, ihr ganzes persönliches Leben mit demjenigen einer wirtschaftlichen Entität verbunden haben, wollen in aller Regel auch *massgeblich darüber entscheiden können*, wie es mit der Firma weitergehen soll. Also zum Beispiel darüber, wer sie führen darf, welche grundsätzliche Marschrichtung eingeschlagen werden soll, ob und wann zusätzliches Kapital in welcher Höhe gesucht und wann welche Investitionsschritte in die Wege geleitet werden sollen, ob man eine Zusammenarbeit mit einer anderen Firma suchen oder gar einen Zusammenschluss vorbereiten will oder – das ist selbstverständlich auch eine Möglichkeit – ob man verkaufen, vielleicht sogar den Gang zum Konkursrichter einschlagen muss.

«Massgeblich darüber entscheiden können» in strategischen Belangen einer Unternehmung: Darum geht es vom Beginn eines zarten Startup-Pflänzleins bis zur milliardenschweren M&A-Transaktion à la Sika. Unternehmungen sind durch Menschenhand geschaffene, durch Entscheide formbare, gegebenenfalls auch durch falsche Entscheide zerstörbare (!), künstliche Gebilde. Dass unternehmerischer Impetus und die Berechtigung, Entscheide fällen zu dürfen, durch die interne Verfassung einer Unternehmung möglichst nahe beieinander gehalten werden, hat seine ökonomische Logik. Dass umgekehrt jene Personen, die zwar mit Geld, aber weniger durch eigene Präsenz oder durch intellektuelle und physische Leistung zur Wertschöpfung beitragen, von solch ultimativer Kontrollkompetenz mehr oder minder ausgeschlossen werden, entspricht ebenfalls einer gewissen Logik. Die beinahe körperliche Verbindung von Personen und Personengruppen mit dem Gedeih und Verderben der Unternehmung – man mag in diesem Zusammenhang, etwas feierlicher vielleicht, von «unternehmerischer Verantwortung» sprechen – ergibt fast zwingend eine qualifizierte Stellung im Hinblick auf strategische Entscheide.

Unternehmerischer Impetus, qualifizierte Stellung: Es geht selbstverständlich um weit mehr als nur Aktivismus oder Wahrnehmung einer Machtposition. Vielmehr verleihen Firmengründer, Patrons, Unternehmerfamilien ihren Firmen ein Gesicht, sie *stiften Identität*, sorgen dafür, dass Werthaltungen gelebt und auch in Zeiten der Anfechtung durchgehalten werden. Was unter den Bedingungen schnelllebiger Märkte möglicherweise wie leichte Nusschalen auf dem Wasser herumtanzen würde und leicht auch einmal im Spiel von Wind und Wellen untergehen könnte, erhält durch die Inhaber der Entscheidungsmacht einen gewichtigen Kiel, einen Stabilitätsanker. Solches

*Vertrauenspotential*, häufig an den Namen einer Person oder einer Familie gebunden, hat, solange es gelebte Wirklichkeit bleibt, einen *ökonomischen Wert*. Dieser widerspiegelt sich nicht zuletzt sehr häufig in besonders loyalem und hochqualifiziertem Personal, das solche Unternehmungen anziehen.

Die qualifizierte Stellung der Inhaber der Entscheidungsmacht hat ihr entgegengesetztes Korrelat in der Risikokonzentration, mit der sich die Unternehmerschaft konfrontiert sieht. Sozusagen sämtliche zur Verfügung stehenden Produktionsfaktoren, nämlich die eigene Arbeitskraft, das eigene Finanzvermögen, oft auch ein Teil oder sogar das ganze Realkapital in Form von Boden und Liegenschaften, die eigene Reputation (bzw. der eigene Name als «Marke») werden ja auf eine einzige Karte gesetzt. Der Verzicht auf Diversifikation macht denn auch den wesentlichen Unterschied zwischen dem Unternehmer und dem reinen Kapitalgeber aus. Dass über das Gesetz der Unternehmerschaft das Recht gewährt wird, die Kontrollmacht überproportional zur Kapitalbeteiligung ausüben zu können, entspricht sozusagen einer Voraussetzung dafür, dass es immer aufs neue so «verrückte» Menschen geben wird, die Unternehmer sein wollen.

Ultimative Kontrollmacht und unternehmerischer Impetus beziehungsweise die damit einhergehende Risikokonzentration gehören zusammen. Wenn die Konstellation sich so verändert, dass der unternehmerische Impetus nicht mehr vorhanden ist, sei es, weil die Fähigkeiten dazu fehlen, sei es, weil kein intrinsisches Interesse an der Unternehmung als solcher mehr aufgebracht wird, dann muss sich die Konstellation ändern. Oder noch etwas deutlicher gesagt: Wenn keine Unternehmerschaft mehr da ist, die ihre abgründig gefährliche Risikoexposition durch ihre eigene Präsenz und Fähigkeit zu bewirtschaften in der Lage ist beziehungsweise schlicht das Interesse daran verloren hat, dann muss sie sich auch von der Kontrollmacht trennen. *Unternehmerische Verantwortung* ist nämlich *nicht teilbar* und nur sehr schwer delegierbar.

Genau in dieser Situation befand sich die Familie Burkard mit ihrer Kontrollmacht über die Sika. Nach jahrzehntelang bewährter Wahrnehmung der Funktion eines «best owners» liess sich die familiäre Kohärenz zur Duldung einer so massierten Risikoexposition offenbar nicht mehr aufrechterhalten, geschweige denn liessen sich Vertreter in der Familie finden, die mit der einvernehmlichen Unterstützung aller anderen Familienmitglieder die Risikobewirtschaftung im unternehmerischen Sinne hätten vornehmen können. Seit Jahren war diese Aufgabe an den Verwaltungsrat und das Management delegiert. Dass diese dies mit Umsicht und Erfolg taten und den Spezialchemikalienhersteller als im internationalen Umfeld eher kleine, aber schlagkräftige selbständige Unternehmung in einem hochkompetitiven Umfeld zu positionieren wussten, macht deren Enttäuschung

über den Verkauf «ihrer» (!) Firma und mithin über das faktische Ende der Selbständigkeit verständlich. Dennoch: Die Transaktion der Familie hat ihre Logik. Wer nicht mehr führen will oder kann, für den rechtfertigen sich die unternehmerischen Risiken nicht mehr. Er muss sie irgendwann aufgeben. Wie er dies dann tut, ist nochmals eine andere Frage. Der Verkauf an den mutmasslich Meistbietenden ist eine naheliegende Möglichkeit. Es hätte auch andere Möglichkeiten gegeben, die den Stakeholdern unter Umständen mehr entgegengekommen wären. Weshalb haben sich Verwaltungsrat und Management, mithin als Inhaber des Führungsmonopols die wichtigsten Stakeholder, nicht rechtzeitig vor der Familie geschützt? Wenn schon, dann wären sie es gewesen, die durch Rücktrittsdrohung eine Einheitsaktie hätten erzwingen können. Auch solches gehört unter Umständen zur strategischen Arbeit.

### KAPITEL 3

## Karawanserei mit Reizen

In ihrer Genese ähnelt eine Unternehmung, die irgendwann einmal Kapital von dritter Seite benötigt, einer Karawane. Die mutigsten, tapfersten, fleissigsten, intelligentesten Mannen und Kamele machen deren Spitze aus, der Tross trottet nach. Als Einzelner wäre jeder in der Wüste verloren, zusammen aber schafft man es. Ab und zu wird von hinten, vom Tross her, Wasser nach vorne gereicht, auf dass sich die Karawanenführer und deren Kamele stärken können. Dann und wann werden von der Karawanenspitze her Berichte über gesichtete Oasen und andere Zwischenziele nach hinten übermittelt – ganz ab und zu auch die eine oder andere Fata Morgana vorgegaukelt. Das Modell der Karawane, das heisst die Aufteilung von Funktionen und Rechten innerhalb einer Unternehmung auf verschiedene Klassen von Aktionären, hat für beide Seiten Vorteile. Denn auf diese Weise kommt der Karawanenführer während der langen Reise durch die Wüste zu Wasser, ohne dass er selber mit allen Konsequenzen dafür sorgen müsste, und kann als Unternehmer seine ganze Energie auf das Finden des richtigen Wegs, das Ausweichen vor feindlichen Stämmen und das Lagern in sattgrünen Oasen ausrichten. Der nachtrottende Minderheitsaktionär kann sich um all dies drücken und einfach den Nutzen aus seiner Gefolgschaft ziehen. Nachlaufen ist ökonomisch gesehen eine sehr sinnvolle Tätigkeit, denn es hält die Kosten tief und vermittelt oft einen Nutzen, der an denjenigen der Karawanenführer herankommt. Allerdings: Nachlaufen ist nachlaufen, und wer vergisst, dass die Karawanenspitze auch einmal ausfallen kann oder nicht mehr marschieren mag oder von

feindlichen Stämmen weggefegt oder in einen Harem gelockt wird, macht in Bezug auf sein eigenes Risiko-Assessment einen Fehler.

Jede Metapher stösst an Grenzen. So auch die der Karawane. Denn im Unterschied zu einer einsamen Karawane in einer öden Wüste sind an den Aktienmärkten ja reihenweise Umzüge unterwegs, und es ist dem Nachläufer unbenommen, in mehreren Umzügen mitzulaufen, ja, er kann darüber hinaus auch problemlos vom einen zum andern wechseln. Das Recht, sich hindernisfrei über Aktienkäufe und -verkäufe bei Unternehmungen ein- und auszuklinken, steht typischerweise nicht jenen zu, die den unternehmerischen Impetus beisteuern sollten, sondern beschränkt sich auf die Klasse jener Aktionäre, denen keine oder nur sehr abgeschwächte Entscheidungsmacht zukommt. Sie sind frei, Unternehmensanteile zu erwerben oder auch wieder abzustossen. Diese «Exit-Recht» genannte Möglichkeit ist ein kraftvolles Mittel zur Kontrolle der Karawanenführung. Denn der Gesamtwert der Karawane verändert sich mit der Nachfrage nach Karawanenplätzen. Und weil die Karawanenspitze um diesen Mechanismus weiss, wird sie im Normalfall antizipativ das mutmasslich Richtige tun, um die Nachfrage nach Karawanenplätzen hochzuhalten. Das Exit-Recht und seine Wahrnehmung durch die Aktionäre über die Märkte bestimmt mit den täglich, stündlich und minütlich einvernehmlich gefundenen Aktienkursen laufend den Wert einer Unternehmung und widerspiegelt auf diese Weise kontinuierlich die Leistung der Unternehmensleitung.

Die aus dem Exit-Recht resultierende Steuerungsfunktion entspricht somit einem *sehr potenten Anreizregime*, welches die kapitalistisch organisierte Wirtschaft über funktionierende Aktienmärkte zur Verfügung stellt. Dank der laufend dräuenden Gefahr des Aktienkursverlustes muss sich die mit Entscheidungsmacht ausgerüstete Unternehmensleitung anstrengen, das zum gegebenen Zeitpunkt richtig Erscheinende zu tun. Es ist dies ein Anwendungsfall der «unsichtbaren Hand», wie sie von Adam Smith stipuliert worden ist. Sie bildet sozusagen das Gegenstück zu dem mit dem Aktienbesitz verbundenen, eigentumsrechtlich begründeten Stimmrecht, dem jedoch für Minderheiten bei den Unternehmungen vom Typus «Karawane» keine wirkliche Bedeutung zukommt, weil mit ihm keine echte Entscheidungsmacht in den wirklich relevanten Dingen verbunden ist.

#### KAPITEL 4

## Stupende Vielfalt florierender Unternehmungen

Was während der Genese von Unternehmungen selbstverständlich erscheint, reicht häufig bis

weit über die Adoleszenz von Unternehmungen hinein und darüber hinaus. Sika ist über hundertjährig und war noch immer als Karawane organisiert. Ems Chemie schaut auf eine bald einmal achtzigjährige Geschichte zurück; im scharfen Gegensatz zur Familie Burkard zeigt die Familie Blocher weder Ermattungserscheinungen bezüglich Führungswilligkeit und -fähigkeit noch Gelüste, sich durch Versilberung der Kontrollmacht in den Harem der reinen Financiers locken zu lassen. Dasselbe gilt für Schindler, deren Unternehmensleitung nach der causa Sika unmissverständlich den Führungsanspruch auch der nächsten (fünften) Generation geltend machte. Genauso wenig wird von der Familie Hayek ein Rückzug aus dem Uhrengeschäft erwartet.

Es ist reizvoll, die schweizerische Unternehmenslandschaft mit Blick auf die innere Verfassung der Firmen zu durchstreifen. Dabei stösst man auf eine geradezu stupende Varietät von Lösungen, die letztlich alle darauf ausgerichtet sind, die Kontrollmacht über die Unternehmungen rechtlich oder wenigstens faktisch abzusichern. Die einfachste und für alle Aktionäre auf den ersten Blick fairste Lösung ist die Einheitsaktie, bei der es keinen Unterschied zwischen Kapitalbesitz und Stimmenanteil gibt. Diese Struktur trifft beispielsweise für Bobst, Ems, Leonteq, OC Oerlikon, Bucher, Helvetia und Phoenix Mecano zu. Typischerweise wählt eine Unternehmung die Einheitsaktie, wenn sie ihrer Kontrollmacht dank sattem Mehrheitsbesitz (Ems ist beispielsweise zu 69 Prozent in den Händen der Familie Blocher) sicher ist. Um die eigene Position, falls dann doch einmal ganz oder teilweise verkauft werden sollte, zu verbessern, haben viele Unternehmungen mit Einheitsaktien die «Opting Out»-Klausel gewählt. Diese besagt, dass entgegen der üblichen gesetzlichen Regelung der Erwerber von Aktien mit mehr als 33 1/3 Prozent kein Übernahmeangebot an die übrigen Aktionäre richten muss. Gegebenenfalls steht auch eine «Opting Up»-Klausel zur Verfügung, gemäss welcher der Zwang für ein Übernahmeangebot durch einen möglichen Erwerber von 33 1/3 auf höchstens 49 Prozent erhöht werden kann.

Solche Klauseln begünstigen ganz klar einen potentiellen Übernehmer, da er mit weniger Aufwand zu seinen Mehrheitsrechten kommt, bevorzugt damit indirekt die bisherigen Inhaber der Kontrollmacht, die für diesen Komfort des Übernehmers, siehe Sika, potentiell entschädigt werden, und richten sich ebenso klar gegen die Minderheitsaktionäre, werden aber offensichtlich gerne geduldet. So erfreuen sich die vielen solcherart organisierten Karawanen offensichtlich einer regen Gefolgschaft, man denke etwa, um ein paar andere Namen zu nennen, an OC Oerlikon (Marktkapitalisierung: CHF 3,5 Milliarden, Stand 19. Januar 2015) oder Ems (CHF 8 Milliarden, Stand 19. Januar 2015).

Sodann gibt es in der Schweiz eine Anzahl von Aktiengesellschaften mit Aktien von unterschiedli-

## Wer bestimmt den Führungszirkel?

chem Nennwert und somit unterschiedlichem Stimmengewicht. Dazu gehören, wie eingangs ausführlich geschildert, Sika, aber auch Conzetta, Metall Zug oder Zehnder. Sie alle haben sich zusätzlich auch noch für ein «Opting Out» des Übernahmenschwangs entschieden. Gurit, Hügli und Swatch gehören zu jener Gruppe, die mit Stimmrechtsaktien und «Opting Up-Klausel» operieren.

Die extremste Variante eines Stimmrechtsaktienregimes ist selbstverständlich die Lösung über den Partizipationsschein (zum Beispiel Schindler oder Lindt & Sprüngli), mit dem überhaupt keine Stimmrechte verbunden sind; eine Besonderheit stellt der Genussschein (Roche) dar, der zudem auch keinen Nennwert aufweist. Beide, Partizipations- und Genussscheine, entsprechen lediglich einem Teilnahmerecht an den Ausschüttungen, verfügen darüber hinaus aber, ähnlich wie im Fall der Einheitsaktien die Minderheitsaktionäre, über ein paar Sicherungsrechte bei Übernahmen, insofern diese nicht durch «Opting Out» oder «Opting Up» wegbedungen sind. Der Partizipationsschein ist vor allem im Umfeld der Kantonalbanken zu finden, bei denen der Staat als Korrelat zur gewährten Staatsgarantie seine Entscheidungsmacht nicht durch die Abgabe von Stimmrechten verwässern will.

Der Streifzug durch die Schweizer Aktienlandschaft zeigt eines deutlich auf: Das Karawanenmodell, welcher spezifischer Ausprägung auch immer, erfreut sich hoher Beliebtheit und hat sich im wesentlichen in sehr unterschiedlichen Situationen konjunktureller oder struktureller Art bewährt. Ein Blick über die Grenze hinaus und über den Ozean hinweg bestätigt: *Stimmrechtsregimes* sind im Aktienbereich *gang und gäbe*, ausser in Deutschland, das 1998 die Stimmrechtsaktie abschaffte (wobei für bestehende Gesellschaften eine «Grandfathering-Regel» gilt). Auch in den USA gab es Anstrengungen, die Stimmrechtsaktien abzuschaffen und einheitlich zu einem «one share, one vote»-Regime überzugehen. Dank der typischen Verschachtelung von Kompetenzen auf bundesstaatlicher und gliedstaatlicher Ebene herrscht heute dennoch eine sehr grosse Gestaltungsfreiheit. Diese wird in letzter Zeit namentlich von den an vorderster technologischer Front tätigen Firmen wie Google oder Facebook wahrgenommen. Mark Zuckerberg hat bei einer nominellen Kapitalbeteiligung von lediglich rund 20 Prozent die volle Kontrollmacht über seine Firma inne. Die Minderheitsaktionäre, die ihm beim Börsengang von 2012 immerhin die Summe von 16 Milliarden USD hingelegt haben, sind reine Karawanen-Nachläufer. Wie man hört, entschied sich der Gründer der chinesischen Internetplattform Alibaba, Jack Ma, unter anderem deshalb für den Börsengang in den USA, weil er sich dort dank Stimmrechtsaktien die Kontrollmacht über seine 243-Milliarden schwere Firma sichern konnte. Seither überdenkt Hong Kong sein aktienrechtliches Regime.

Dem Karawanen-Modell entgegengesetzt ist die völlig egalitäre Publikumsaktiengesellschaft, bei der keinerlei Vorrechte an irgendwelche Personen oder Personengruppen gewährt werden und bei der auch klar geregelt ist, dass die Prämie zur Erlangung der faktischen Kontrollmacht qua erzwungenem Übernahmeangebot gleichmässig auf alle Aktionäre verteilt werden muss. Der schweizerische Gesetzgeber hat die Schwelle für diese Übernahmepflicht bei  $33\frac{1}{3}$  Prozent festgelegt; um zu verhindern, dass die Prämie mittels geheimer Absprachen nur einigen wenigen zufällt, sieht das Gesetz (BEHG Art. 20) Meldepflichten für den Käufer wesentlicher Aktienpakete vor, nämlich beim Überschreiten bestimmter Schwellenwerte (3, 5, 10, 15, 20, 25,  $33\frac{1}{3}$ , 50 und  $66\frac{2}{3}$  Prozent). Als solche reinrassigen Publikumsgesellschaften sind viele globale Unternehmungen wie die zwei Grossbanken Credit Suisse und UBS, aber auch Industriekomplexe wie ABB, Pharmafirmen wie Novartis oder der Konsumgüterhersteller Nestlé organisiert.

Offenbar braucht es zum Funktionieren einer Unternehmung also nicht zwingend die auf wenige Personen konzentrierten Vorrechte, um so etwas wie unternehmerischen Impetus zu erzeugen, denn bei allen Vorbehalten, die man im einen oder anderen spezifischen Fall hegen mag: Auch und gerade das Nicht-Karawanen-Modell der egalitären Publikumsgesellschaft ist offensichtlich ein Erfolgsmodell. Es braucht nicht überall einen Mark Zuckerberg oder einen Hansjörg Wyss oder einen Nicolas Hayek, damit Mehrwert erzeugt wird. Und es braucht auch nicht die mit solchen hervorragenden Köpfen verbundenen Vorrechte beziehungsweise die sie antreibende extreme Risikoexposition und das entsprechende Chancenkorrelat, um wirtschaftlichen Erfolg zu generieren. Das durch «one share, one vote» gekennzeichnete Aktionärskollektiv ist offensichtlich ebenfalls zu ausserordentlichen Leistungen befähigt.

Die Frage ist nur, wie angesichts von solch kollektivistischem Egalitarismus so etwas wie unternehmerischer Impetus entsteht. Ist es die *Aktionärsdemokratie*, mittels der in der Publikumsgesellschaft die Intelligentesten, Erfahrensten, Weitsichtigsten, Korrektesten an die Spitze des strategischen Leitungsorgans, des Verwaltungsrats, gelangen, auf dass jenes Gremium qua sorgfältig gestalteter innerer Governance das operative Organ, nämlich das oberste Management und dessen Vorsitzenden, den CEO, bestimmt? Ja, gewiss, genau so ist es selbstverständlich und sollte es auch sein. Das Umgekehrte stimmt aber auch: Nein, so ist es genau nicht und kann es auch nicht sein. De facto hat die Aktionärsdemokratie lediglich eine *nominelle, bestätigende Bedeutung*, aber keine Gestaltungskraft – oder höchstens im ab-

soluten Ausnahmefall strategischer Entscheidungssituationen. Die faktische Gestaltungskraft in Unternehmungen ist nicht aktionärsdemokratischer Natur, sondern hat stark *oligarchische* Züge und beruht in den allermeisten Fällen auf einem *Kooperationsmodell*, also auf dem Mechanismus, dass die bisherigen Amtsinhaber ihre Nachfolger bestimmen.

Die in jeder Unternehmung beobachtbare Oligarchie kann mehr oder weniger byzantinische Züge aufweisen. Moderne Corporate Governance-Regeln kämpfen gegen solche Intransparenz an und unterziehen die Auswahl und auch die Leistungsbeurteilung der obersten Leitungsorgane nachvollziehbaren Kriterien. Ebenso sind bekanntlich in letzter Zeit die Entschädigungsregeln in Richtung höherer Transparenz und vermehrter Mitsprache durch die Aktionärsdemokratie modifiziert worden. Dennoch bleibt die Aussage bezüglich Oligarchie und Kooptation nach wie vor gültig, und hinter mancher vordergründig mehr Offenheit stipulierenden Massnahme zu verbesserter Governance verstecken sich durchaus auch Mechanismen zur verbesserten Kaschierung nach wie vor bestehender byzantinischer Intransparenz.

Oligarchie, das heisst Herrschaft Weniger über Alle, und Kooptation: Beiden Begriffen wohnt etwas Negativ-Wertendes inne, und das ist an dieser Stelle vermutlich falsch. Denn es ist in der Publikumsgesellschaft ja der Patron zu ersetzen, also jene Identifikationsfigur, die Stabilität verleiht und den gelebten Werten Nachhaltigkeit vermittelt. Laufend wechselnde «Regierungen», eine Parteienlandschaft, wie man sie im staatlichen Bereich kennt und wie sie sich dort (mehr oder weniger ...) bewähren, sind bei Unternehmungen wohl nicht zielführend. Insofern ist manches, was über die Vorteile der Aktionärsdemokratie gesagt wird, deutlich zu relativieren.

Die wahre Kontrolle über die obersten Organe von Publikumsunternehmungen übt wiederum die mit dem «Exit-Recht» verbundene Schwankung der Nachfrage nach Aktien aus. Sinkt der Kurs und damit der gesamte Unternehmenswert, dann hängt das Damoklesschwert einer Übernahme der Unternehmung tiefer. Eine Übernahme hätte das Ende des bestehenden oligarchischen Umzugs zur Folge. Und da man das nicht möchte, verhält man sich so, wie das vernünftigerweise von einer Unternehmensleitung erwartet werden darf, nämlich im Sinne des Gedeihens der Unternehmung, ja, man entwickelt unter Umständen das, was wir unternehmerischen Impetus nennen, weil diese Eigenschaft beziehungsweise Verhaltensweise am ehesten vor der Übernahme schützt.

Diese negative Feedback-Schleife der Übernahmegefahr wurde über die letzten Jahrzehnte, einer angelsächsischen Usanz folgend, durch eine positive Schleife der Gewinnbeteiligung ergänzt. Die Problematik, dass ausgewiesene Gewinnkennzahlen nicht zwingend mit dem (mittel- und langfristigen und mithin relevanten) Unternehmenserfolg übereinstimmen müssen, ist hinlänglich bekannt. Die echte Gefahr

liegt wie immer in der Übertreibung: Nämlich dort, wo Erfolgskennzahlen mittels höherer Risikoexposition (zum Beispiel durch Reduktion des Eigenkapitals) «geschunden» werden. Die Orientierung einer erfolgsbasierten Feedback-Schleife an einem Total Return-Konzept, das die eingegangenen Risiken einbezieht und mithin nicht asymmetrisch lediglich den Erfolg, sondern auch den Verlust miteinbezieht, gehört leider immer noch zu den absoluten Ausnahmefällen in der Unternehmenswelt. Gerade das zeigt wiederum deutlich auf, wie wenig gestaltende Kraft der Aktionärsdemokratie zukommt.

Die Darstellung des Wesens der Publikumsaktionärsengesellschaft wäre höchst unvollständig ohne die Erwähnung der tatsächlich oder auch nur vermeintlich an den Belangen der Unternehmung mitbeteiligten übrigen Anspruchnehmern, den sogenannten Stakeholdern. Der Umgang mit ihnen, das heisst ihr Einbezug in die wirtschaftliche und gesellschaftliche Existenz der Unternehmung, aber auch ihre Abgrenzung gegenüber der Firma und die Abwehr unberechtigter Ansprüche gehören zur anspruchsvollsten Aufgabe einer Unternehmensleitung. Welches ist das richtige Mass an Mitsprache? Wie stark soll die Unternehmung Teil des gesellschaftlichen Lebens sein? Soll sie sich kulturell engagieren? Im Karawanen-Modell bestimmt der Prinzipal durch seine persönlichen Präferenzen solche Fragen weitgehend alleine; in der Publikumsgesellschaft sind sie Gegenstand der Gruppendynamik innerhalb des oligarchischen Systems. Da die mehr oder weniger kulante Behandlung von Stakeholdern im wesentlichen immer auch eine Kostenfrage ist und damit den Aktionär ebenfalls direkt betrifft, kulminieren Principal-Agent-Probleme, das heisst die Interessenskollision zwischen den Aktionären/Eigentümern und dem Management genau in diesem Bereich, zumal das Management ja selber auch viel mehr Stakeholder als Shareholder ist.

In der reinrassigen Publikumsgesellschaft ist die Entscheidungsmacht an einen oligarchisch-kooptativen Führungszirkel *auf Zusehen hin* ausgeliehen. Dem mächtigen Informationsgefälle zwischen diesem Zirkel und dem Publikum steht das nämlich noch mächtigere Instrument, ja das eigentliche Damoklesschwert, einer drohenden Übernahme der Unternehmung entgegen. Selbstverständlich wird der oligarchische Führungszirkel alles daran setzen, diese Gefahr durch Massnahmen zu mildern. Unter Umständen können diese bis zu sogenannten «poison pills», Giftpillen, reichen, zu Altlasten also, deren Erledigung und Entsorgung allein in der Sachkompetenz der bestehenden Führungsmannschaft liegen. Darunter fallen beispielsweise schwer einzuschätzende Rechtshändel mit Behörden oder Kunden, Patentstreitigkeiten, urheberrechtliche Fragen und dergleichen. Wer die Welt der Unternehmung unter diesem Blickwinkel betrachtet, erahnt bei der Publikumsgesellschaft unschwer eine Tendenz, dass der oligarchisch-kooptative Führungszirkel in Richtung

Karawanenmodell strebt und versucht, letzteres implizit nachzubilden. Insofern tut man gut daran, jede Unternehmung für sich und anhand der faktisch gelebten Governance zu analysieren und sich nicht auf die rein rechtlich-formellen Gegebenheiten abstützen. Vielleicht würde dann besser erklärbar, weshalb beispielsweise die grosse Publikumsgesellschaft Novartis während der sehr langen Führungsperiode von Daniel Vasella trotz tiefer Aktienkurse und nachhaltig unterdurchschnittlicher Rendite nie zum Gegenstand eines Übernahmeversuchs wurde.

## KAPITEL 6

### Vernietet und vernagelt

Eigentum und ultimative Entscheidungsmacht klaffen bei beiden Modellen, der Karawane und der reinen Publikumsgesellschaft, auseinander. Im einen Fall ist Entscheidungsmacht fix an eine bestimmte Kategorie von Personen übergeben, im anderen Fall ist sie mehr oder weniger auf Dauer «verliehen». Die Angst vor den Folgen des Misserfolgs ist in beiden Fällen die treibende Kraft, die unternehmerischen Impetus generiert. An dieser Stelle ist auf ein Unternehmensmodell hinzuweisen, das die Allokation der ultimativen Entscheidungsmacht auf ganz besondere Weise vornimmt und die an sich kapitalistisch orientierte Unternehmung in die Nähe einer Stiftung rückt: die mit extrem *rigiden Vinkulierungsbestimmungen* versehene reine Publikumsgesellschaft. So können die Statuten beispielsweise vorsehen, dass nur ein ganz bestimmter, kleiner Personenkreis überhaupt die Eigentumsanteile erwerben darf (beziehungsweise, technisch gesprochen, dass nur Leute aus diesem Personenkreis im Aktienregister eingetragen werden und damit die vollen Rechte als Aktionäre erhalten). Damit wird die Möglichkeit einer Übernahme und mithin des Machtwechsels selbstverständlich bereits einmal stark eingeschränkt. Sodann können die Statuten vorsehen, dass einem einzelnen Aktionär nur ein beschränktes Stimmengewicht zukommt. Darüber hinaus kann auch noch die Gruppenbildung unter Aktionären verboten werden, indem festgestellte und dem Verwaltungsrat nicht genehme Gruppen vom Stimmrecht ausgeschlossen werden. Was resultiert, ist eine völlige Dispersion des Aktionariats beziehungsweise die weitgehende Verunmöglichung der Wahrnehmung ultimativer Entscheidungsmacht mittels Eigentümerwechsel.

Diese extreme Form von Vinkulierung liegt im Fall der NZZ-Gruppe vor. Ihre Aktie ist nicht an einer Börse kotiert; der Handel erfolgt ausserbörslich. Damit stellt sich die Frage nicht, inwieweit ein solches Regime mit den Kotierungsbestimmungen kollidieren würde. Der Fall ist aber insofern hochin-

teressant, als er *idealtypischer Natur* ist und Rückschlüsse auf verwandte Strukturen, nicht zuletzt auf Unternehmungen in Stiftungsform, zulässt.

Zunächst einmal: Die NZZ ist weit über 200 Jahre alt; während langer Zeit war die Unternehmensgruppe sehr erfolgreich unterwegs. Auch dieses Modell hat also funktioniert, und zwar unter sehr unterschiedlichen Rahmenbedingungen. Weder der faktische Wegfall der Angst vor einer Übernahme noch die durch Einschränkung der Aktionärsdemokratie gegebene etwas eigenartige Governance haben zu mangelndem unternehmerischen Impetus geführt, ganz im Gegenteil. Vor und während des Zweiten Weltkriegs lehnte man sich beinahe existentiell gefährdend weit zum Fenster hinaus, indem man sich publizistisch sehr konsequent gegen Deutschland stellte. Gegen Ende des 20. Jahrhunderts leitete man eine Expansionsstrategie bis weit in den Regionalzeitungsbereich ein und war anfangs dieses Jahrhunderts mit dabei, als es um die Etablierung von Sonntagszeitungen in diesem Lande ging.

Vermutlich ist es die *weltanschauliche Verankerung*, die widerspruchslose Einigkeit in den wesentlichsten Wertefragen, die Unzweideutigkeit bezüglich der politischen Ausrichtung, welche über lange Zeit die für den Betrieb einer Zeitung notwendige Stabilität und einen nach vorne gerichteten Vektor verschafften. Man könnte sogar sagen: Nirgends sonst als bei der NZZ funktionierte der oligarchisch-kooperative Zirkel so lange, so reibungslos und so erfolgreich, ohne dass die Machtfrage je gestellt werden musste.

Schwierig kann es für eine solcherart strukturierte Unternehmung werden, wenn die konstituierenden Voraussetzungen ins Wanken geraten und die «raison d'être» erodiert. So sind unter den Aktionären die Söhne und Töchter früherer freisinniger Grössen vom Zürichberg längst nicht mehr freisinnig und denken bestenfalls metropolitan; die Mehrheit der Redaktoren hat Mühe, liberales (und damit dem Kollektiv axiomatisch skeptisch gegenüberstehendes) Gedankengut im Alltag zur Anwendung zu bringen; lieber kaschiert man dieses intellektuelle Defizit in einer weitgehenden Übereinstimmung mit Zeitgeist und Mainstream. Weshalb? Weil man dort den Leser vermutet, der aber leider die Commodity von Zeitgeist und Mainstream auch anderswo und gratis erhalten kann. Wenn eine solche Sinnkrise auf grösste wirtschaftliche Herausforderungen trifft, dann kommt dies einem perfekten Sturm, einer strategischen Krise, gleich. Das Problem wird deshalb kaum mehr graduell, sondern nur noch prinzipiell zu lösen sein: Es braucht einen neuen unternehmerischen Impetus und eine starke Hand, die sich gegenüber sämtlichen Stakeholdern, wie vordergründig berechtigt deren Anliegen auch scheinen mögen, durchsetzen kann. Wir meinen: Ohne Übergang zum Karawanenmodell ist solches nicht vorstellbar.

Was lange währt, währt am längsten: Für Unternehmungen trifft dies ganz eindeutig nicht zu. Vielmehr

gibt es in der Entwicklung von Rahmenbedingungen disruptive Phänomene, welche strukturkonservativen Entitäten besonders zusetzen beziehungsweise diese grundsätzlich in Frage stellen können. Was wir am Beispiel der NZZ-Gruppe vorzuerzieren versuchten, gilt *cum grano salis* wohl für manche vergleichbare Struktur, die ursprünglich wohlgemeint war, sich während langer Zeit bewährt hat, aber plötzlich zum eigentlichen strategischen Problem wird. Zu Unternehmungen dieser Art zählen wir beispielsweise die Stromproduzenten Axpo und BKW, den Banknotendrucker und Buchhändler Orell Füssli, die SRG, die Kantonalbanken und andere staatsnahe Betriebe.

## KAPITEL 7

### Struktur als strategisches Projekt

Sika, die während sehr langer Zeit sehr erfolgreich nach dem Karawanenmodell geführte Unternehmung, wird nach Verkauf der Kontrollmehrheit an Saint-Gobain voraussichtlich nicht mehr lange in dieser Form weiter existieren können. Die konstituierenden Voraussetzungen haben sich infolge Rückzugs der Familie grundlegend verändert, und was einmal richtig war – nämlich die sorgsam gehütete und verteidigte Selbständigkeit –, wird sich nun zugunsten einer Synergien suchenden Verquickung mit einer grösseren Entität in Luft auflösen. Die NZZ-Gruppe, lange Zeit unangefochtenes Flaggschiff in der Schweizer Medienwelt, muss sich von der zunehmend gesichtslosen und machtlosen Publikumsgesellschaft zu einer von starker Herausgeberhand geführten, schlanken, schlagkräftigen, in ihrer Ausrichtung unverwechselbaren Contentfactory wandeln. Anderen Unternehmungen wie zum Beispiel Novartis, die trotz aller offenen Flanken als Publikumsgesellschaften lange ein insgesamt relativ lethargisches Leben führen konnten, erhalten dank Druck von den Finanzmärkten die Inspiration eines genügenden Masses an unternehmerischem Impetus, und siehe da, der oligarchisch-kooperative Führungszirkel beginnt zu funktionieren.

Was wir beobachten, ist Wandel in *Schumpeter'schem* Sinne, nämlich ein Werden, Sich-Verwandeln und Vergehen von wirtschaftlichen Entitäten. Der atemberaubende technische Fortschritt, der die letzten 25 Jahre gekennzeichnet hat und der wohl in uneingeschränkter Geschwindigkeit noch eine Weile weitergehen wird, zieht solches Werden, Sich-Verwandeln und Vergehen zwingend nach sich. Flexibilität in Fragen von strategischer Bedeutung und entsprechender Tragweite ist vonnöten. Solche Flexibilität kann nicht erreicht werden, wenn ihr bestehende Strukturen im Wege stehen. Was während langer,

vielleicht sogar sehr langer Zeit, wie bei Sika oder bei der NZZ, einmal gut war, kann sich im strategisch bedingten Wandel als hinderlich oder gar gefährlich erweisen. Das laufende Überdenken der Unternehmensstruktur und der aus ihr resultierenden Anreize für Shareholder und Stakeholder gehört ebenso zur strategischen Führung wie die viel vordergründigeren Fragen bezüglich Produkten, Märkten und Prozessen.

Was in den obigen Ausführungen deutlich sichtbar wurde: *Das* richtige Modell für die erfolgreiche Unternehmung gibt es *nicht*. «One share, one vote» entspricht ganz offensichtlich nicht dem Bedürfnis einer innovativen Unternehmerschaft. Vielmehr ist Gestaltungsvielfalt gefragt. Allerdings gilt es hier nachzuschieben, dass jeder Marktordnung auch ihr Mass an Einheitlichkeit des Angebots eigen ist, weil nur auf diese Weise die Preise für Ähnliches miteinander verglichen werden können und mithin die Preisbildung überhaupt richtig stattfinden kann. Dieses Bedürfnis nach Vereinheitlichung des Angebots steht der Idee unternehmerischer Gestaltungsfreiheit entgegen. Die Lösung kann wohl nicht im von der Europäischen Union gepflegten Essiggurken-Ansatz liegen, wonach Krümmung und Grösse der Bodenfrüchte einheitlich sein müssen, sondern eher in einer Segmentierung, welche dem Anleger Orientierung gibt. Auf dass er weiss, ob er Nachläufer einer Karawane ist oder Dulder eines oligarchisch-kooperativen Führungszirkels.

KH, 26. JANUAR 2015

---

M1 AG  
Postfach 344, Museumstr.1  
9004 St.Gallen – Schweiz  
Telefon +41 (0) 71 242 16 16  
Telefax +41 (0) 71 242 16 17  
info@m1ag.ch

---

Abonnieren: [www.bergsicht.ch](http://www.bergsicht.ch)