

Corporate Governance

Wofür ist eine AG wirklich da?

Die Forderung nach mehr Transparenz über die Entlohnung von Führungskräften bekämpft nur die Symptome einer schlecht funktionierenden Corporate Governance. Von Claudio Loderer und Petra Jörg

In den letzten Jahren haben überrisene Managergehälter immer wieder die Aufmerksamkeit der Medien auf sich gezogen. Die Gründe liegen auf der Hand: Gemäss Statistiken verdiente ein CEO 1980 in den Vereinigten Staaten 42-mal so viel wie ein durchschnittlicher Arbeiter. Im Jahr 2000 lag dieses Verhältnis bei 531 zu 1. Auch in der Schweiz werden einzelne Manager scheinbar fürstlich entlohnt. Erst kürzlich gingen Berichte über die hohe Kompensation von Schweizer Topmanagern durch die Medien, so zum Beispiel über die Pensionskassenpläne ehemaliger Führungskräfte der ABB.

Häufig führen solche Fälle zur Forderung, die leistungsorientierten Kompensationsmodelle von Managern abzuschaffen, also den variablen Teil der Entlohnung zu streichen und stattdessen nur noch ein fixes Salär auszubezahlen. Dieser Vorschlag hat einige Vorteile. Insgesamt betrachtet wäre es jedoch wenig sinnvoll, Manager auf eine Weise zu entlohnen, die vollkommen unabhängig von ihrer Leistung ist. Wirklich fixe Formen der Kompensation garantieren einem Manager seine Entlohnung unabhängig davon, was er tut. In einer solch komfortablen Lage befinden sich zum Beispiel oftmals die Mitarbeiter von öffentlichen Verwaltungen. Wie viele Beispiele schwerfälligen Bürokratismus leider zeigen, ist dies aber keine Lösung. Zumindest implizit muss die Kompensation mit der Leistung verbunden sein.

Kontrolle versagt

Eine zweite oft genannte Forderung zielt auf die Corporate Governance einer Firma: Da eine übermässig hohe Entlohnung Einzelner als Evidenz für eine gescheiterte Corporate Governance gesehen wird, fordern Kritiker eine höhere Transparenz über die Kompensationspakete von Führungskräften. Dass auch diese Forderung nicht zur Lösung des Problems führt, zeigt sich bei genauerem Hinsehen.

Einzelne Fälle extremer Managerlöhne bieten sicher noch keinen Beweis für ein gescheitertes Corporate-Governance-System. Aber selbst wenn es ein Corporate-Governance-Problem gäbe, wäre der Ruf nach mehr Transparenz über die Kompensation von Führungskräften bloss eine unvollständige Lösung, die allenfalls Linderung bringen könnte. Die Verträge mit Managern machen bloss einen kleinen Teil aller Verträge eines Unternehmens aus: Auch die Verträge mit Lieferanten, Kunden, Banken und auswärtigen Beratern können missbraucht werden.

Wenn eine höhere Transparenz unrechtmässige Bereicherungspraktiken verhindern soll, dann ist es nicht sinn-

voll, sich bloss auf Anstellungsverträge zu konzentrieren. Natürlich kann man von Unternehmen unmöglich eine Offenlegung aller ihrer Verträge verlangen, schon aus Wettbewerbsgründen nicht. Die Tatsache, dass das Thema der Transparenz nur selten in all seinen Ausprägungen diskutiert wird, zeigt jedoch deutlich, dass die Motivation der Kritiker nicht in einer besseren Corporate Governance liegt, sondern eher im Wunsch nach einer ausgeglicheneren Einkommensverteilung in der Volkswirtschaft.

Mehr Transparenz könnte allerdings auch bei einer umfassenden Interpretation das Problem der Corporate Governance nur lindern, da sie das Übel nicht an der Wurzel packt. Überhöhte Managementgehälter sind mehr ein Symptom als ein Grund einer schlecht funktionierenden Corporate Governance. Sie zeigen, dass wichtige Kontrollmechanismen versagt haben: Vielleicht war der Verwaltungsrat nicht fähig, den überrissenen Forderungen der Manager die richtigen Argumente entgegenzuhalten; vielleicht haben die Aktionäre aus Desinteresse oder Unfähigkeit das Problem übersehen; vielleicht haben die aktiven Investoren keinen Grund für eine Intervention entdeckt; und schliesslich haben vielleicht auch die Finanzanalysten, die

Banken und die Rating-Agenturen das Problem nicht bemerkt. Es sei vorerst dahingestellt, warum die Kontrollmechanismen versagen – die Tatsache, dass sie versagen, ist der Hauptgrund für allenfalls überhöhte Managerlöhne.

Unglücklicherweise verschiebt sich die Verantwortung für die Überwachung von Managern bzw. die Sanktionierung von inadäquatem Verhalten in der derzeitigen Debatte immer mehr vom Verwaltungsrat auf die öffentliche Meinung bzw. die Medien. Diese Bewegung könnte der Corporate Governance eher schaden als nützen. Denn Öffentlichkeit und Medien haben nur beschränkte Anreize bzw. Ressourcen, um das Thema sorgfältig zu recherchieren. Das Problem ist oftmals nicht so einfach, wie es auf den ersten Blick aussieht. So, wie die hohe Gewinnprämie Champions-League-Mannschaften dazu motiviert, stetig an ihrer Performance zu arbeiten, könnte auch eine hohe Kompensation des CEO das Topmanagement zu besseren Leistungen anspornen, dies mit dem Ziel, eines Tages selbst einmal CEO zu werden.

Die wichtige Frage lautet nun aber, ob unsere Corporate Governance tatsächlich mit Makeln behaftet ist. Leider gibt es Gründe, die dafür sprechen. Das zentrale Problem liegt darin, dass in unserer Gesellschaft keine Einigkeit

über den grundlegenden Zweck von Aktiengesellschaften besteht. Auf dem Papier sieht die Sache zwar klar aus: Innerhalb gesetzlicher Grenzen sind die Aktionäre als Eigenkapitalgeber dazu berechtigt, Firmen gemäss ihren Wünschen zu führen. Die Umsetzung in der Praxis folgt aber eigenen Regeln.

Körper ohne Seele

Die Probleme beginnen mit den vielen Aktionären (auch institutionellen Investoren), die den Managern ihre Präferenzen nicht mit ausreichender Klarheit signalisieren. Dies kann verschiedene Gründe haben: So kann der Anteil eines Aktionärs am Unternehmen so klein sein, dass es ihm egal ist, was das Management tut. Es kommt aber auch vor, dass Aktionäre zu wenig Informationen erhalten, um sich eine fundierte Meinung zu bilden, oder dass komplexe Management-Themen die Aktionäre überfordern. Und schliesslich werden sich viele Aktionäre unwohl fühlen beim Gedanken daran, was in gewissen Fällen die Folgen der von ihnen initiierten wertsteigernden Managementstrategien sein könnten: Entlassungen, Preiserhöhungen, Qualitätssenkungen.

Wenn Manager keinen klaren Leitlinien folgen müssen, so hängt dies aber nicht nur mit der natürlichen Zurückhaltung der Aktionäre zusammen. Me-

dien, Meinungsmacher, einzelne Akademiker und Politiker schüren die Unsicherheit, wenn sie öffentlich das Recht der Aktionäre in Frage stellen, Aktiengesellschaften nach ihren Präferenzen zu führen.

Vor dem Hintergrund dieser Kontroverse um den Shareholder Value erstaunt es nicht, dass viele Manager auf die Frage nach dem Ziel ihres Unternehmens angeben, alle Stakeholder des Unternehmens zufriedenstellen zu wollen. Dies zeigt eine empirische Untersuchung des Instituts für Finanzmanagement der Universität Bern. Leider ist dieses Ziel aber nicht implementierbar, da die Interessen der Stakeholder einander widersprechen. Überraschende Produkt- und Servicequalität zu niedrigen Preisen beispielsweise würde Kundinnen und Kunden erfreuen, den Rest des Unternehmens üblicherweise jedoch stark schmerzen.

Aufgrund dieser widersprüchlichen Interessen ist es sinnlos, dem Management vorzugeben, es müsse ein Unternehmen zum Vorteil aller Stakeholder führen (Stakeholder Value). Denn eine solche Regel sagt nicht, wie zu entscheiden ist, wenn eine gegebene Strategie eine Gruppe der Stakeholder begünstigt und die andere benachteiligt. Ausserdem erhält der Verwaltungsrat bei dieser Regel keinen Massstab für die Performance von Managern.

Die Literatur schlägt weitere Kriterien vor, die Manager bei der Entscheidungsfindung befolgen sollten. Eine dieser Regeln besagt, dass gute Entscheidungen den langfristigen Wert eines Unternehmens erhöhen, während schlechte Entscheidungen diesen Wert vermindern. Auch wenn dieses Kriterium in vielerlei Hinsicht besser ist als die anderen, so ist es doch widersprüchlich, da ein höherer finanzieller Wert nicht unbedingt mit einem höheren sozialen Nutzen verbunden ist.

Fazit also: Es gibt kein allgemein akzeptierbares Ziel, das Aktiengesellschaften verfolgen sollten. Und das ist das wahre Problem der Corporate Governance, an dem zukünftige Diskussionen ansetzen sollten. Denn ohne ein solches Ziel gibt es keinen Massstab, anhand dessen man letztlich die Leistung von Managern beurteilen und schlechtes Verhalten sanktionieren könnte. Ohne einen solchen Massstab aber gibt es kein sinnvolles Corporate-Governance-System, da es nicht klar ist, welchen Zweck dieses System haben sollte. Die Corporate Governance bleibt so wie ein Körper ohne Seele.

Claudio Loderer ist Direktor des Instituts für Finanzmanagement der Universität Bern und des Rochester Bern Executive MBA. Petra Jörg verfasst am Institut für Finanzmanagement eine Dissertation im Schnittfeld Finanz/Kommunikation.



Für viele Verwaltungsräte ist Corporate Governance zu einem negativ besetzten Reizwort geworden. (Getty Images)

Mitarbeiteroptionen verlieren den Reiz

Forderung nach transparenten Bonussystemen führt in der Schweiz zu Trendwende

Haben Mitarbeiteroptionen ausgedient? Ein Blick in die Zeitungen dieser Woche erweckt diesen Eindruck. Nicht nur Microsoft beendet sein firmenweites Optionsprogramm und ersetzt es durch Aktienprogramme, auch DaimlerChrysler fragt sich öffentlich, ob das Management weiterhin mit Optionen bezahlt werden soll. Bemerkenswert ist dies, weil beide Unternehmen eine Vorreiterrolle in der Einführung dieser Programme einnahmen – Microsoft in den Vereinigten Staaten und DaimlerChrysler in Europa.

Optionspakete galten lange als elegante Möglichkeit, die Interessen der Manager und Mitarbeiter mit jenen der Aktionäre gleichzuschalten. Zudem sind Optionspläne die vermeintlich günstigste Bonus-Variante. Die meisten Firmen verbuchen die Ausgabe von Optionen nicht als Aufwand. Hätten die im S&P-500-Index vertretenen Firmen die Kosten über die Erfolgsrechnung abgerechnet, wäre ihr Gewinn 2001 gut 20% tiefer ausgefallen, wie Merrill Lynch errechnet hat. Im Falle

von Microsoft hätte sich der Mehraufwand im Geschäftsjahr 2002 in einem rund 30% tieferen Gewinn gezeigt.

Aber in den letzten zwei Jahren sind Optionen bei Aktionären und Managern in Verruf geraten. Den Aktionären fehlt die Transparenz im Anreizsystem selbst. Selten wissen sie, zu welchen Bedingungen die Optionen an Manager und Mitarbeiter ausgegeben werden. Kein Wunder also, dass Optionspläne oft als Selbstbedienungsinstrument der Manager empfunden werden. Der deutsche Fondsanbieter Union Investment kritisiert genau diese Mentalität an den Optionsplänen von DaimlerChrysler. Die Ausübungspreise seien so tief angesetzt, dass eine Kursavance der Daimler-Aktien von 2% jährlich ausreichte, damit die Optionen ausgeübt werden könnten.

Doch auch für die Manager haben die Optionen in den letzten Jahren an Attraktivität eingebüsst. Der Harvard-Professor Brian J. Hall, ein Spezialist für Kaderentlohnungsmodelle, hat errechnet, dass selbst in der Börsen-

hausse, also zwischen 1998 und 2000, gut ein Drittel aller von Nasdaq-Firmen ausgegebenen Mitarbeiteroptionen unter Wasser waren, also der Aktienkurs unter dem Ausübungspreis der Option lag. In der Baisse der letzten drei Jahre dürfte diese Zahl deutlich höher gelegen haben. Nicht alle Mitarbeiter sind in der komfortablen Lage wie die Manager der Deutschen Bank. Union Investment kritisierte kürzlich die Tatsache, dass die Bankführungskräfte ihre nahezu wertlosen Optionen zurückgeben konnten und dafür solche mit einem niedrigeren Ausübungspreis erhielten.

Die Diskussion um Optionen beschränkt sich nicht aufs Ausland. Auch in der Schweiz findet sie statt. Gemäss einer Studie von Obermatt Partners und der Universität St. Gallen kennen in der Schweiz 31% der befragten kotierten Unternehmen reine Optionspläne. Seit 1998 hat sich die Anzahl verdreifacht. Doch damit dürfte das Ende des Trends erreicht sein. «Wir sehen zumindest bei unternehmensweiten

Optionsplänen ein sinkendes Interesse und die Rückkehr zu reinen Aktienprogrammen», sagt Stephan Hostettler von Obermatt Partners. Eine mögliche Änderung der Buchhaltungsregeln, welche die Kosten für Optionspläne erhöhen würde, ist nur einer der Gründe für diese Trendwende. Optionspläne seien meist zu komplex ausgestaltet, sagt Hostettler. Aktionäre und Verwaltungsräte könnten sie deshalb oft nicht genau quantifizieren, was dazu führen könnte, dass Manager zu grosse Bonuspakete erhalten würden. Auch könnten die Manager dazu verführt werden, den Aktienkurs kurzfristig beeinflussen zu wollen, um die Optionen mit grossem Gewinn auszuüben.

Stephan Hostettler schränkt allerdings ein – und darin stimmt er mit anderen auf Entlohnungssysteme spezialisierten Beratern in der Schweiz überein –, dass Optionen für die leistungsabhängige Entlohnung der Geschäftsleitung nicht verschwinden werden. Ganz ausgedient haben Optionspakete also nicht. Katharina Fehr

Gute Kinderstube

Für viele Verwaltungsräte ist Corporate Governance in den letzten Monaten zu einem negativ besetzten Reizwort geworden. Zu viele unterschiedliche Fragestellungen und Forderungen werden unter diesem Schlagwort vermischt. Dabei steht Corporate Governance eigentlich nur für die verantwortungsbewusste Unternehmensführung und -kontrolle. Oder wie es ein Verwaltungsrat kürzlich ausdrückte: Corporate Governance soll lediglich die gute Kinderstube in die Chefetagen zurückbringen. Doch manchmal muss die Kinderstube etwas forciert werden, wie dies die Schweizer Börse SWX mit der Einführung von Richtlinien zur Corporate Governance getan hat. Sie sind seit Sommer 2002 in Kraft. Die Richtlinien bringen vor allem die Verankerung der Audit Committee und die Offenlegung der gesamten Bezüge des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung. Am 1. Dezember wird die SWX eine Studie vorstellen, wie gut die Richtlinien umgesetzt wurden. Eine Umfrage der PR-Firma APR bei den kotierten Gesellschaften gibt schon einen ersten Eindruck. So setzte sich nur die Hälfte der antwortenden Unternehmen bereits vor 2001 mit Corporate-Governance-Fragen auseinander, die andere Hälfte befasste sich erst mit Hinblick auf die Erfüllung der SWX-Richtlinien damit. (kf.)