© NZZ AG

Weder die «Abzocker»-Initiative noch der Gegenvorschlag führen zum Ziel

Der Verwaltungsrat soll an alle Gruppen denken und nicht allein den Aktionären dienen. ***Von Margit Osterloh, Bruno Frey und Hossam Zeitoun***

Verfechter der «Abzocker»-Initiative wie des Gegenvorschlags wollen die Aktionäre stärken. Der folgende Text sieht den Verwaltungsrat dagegen als Treuhänder mehrerer Gruppen.

Weder die «Abzocker»-Initiative noch der indirekte Gegenvorschlag werden zum Verschwinden überzogener Top-Management-Löhne führen. Hingegen werden sie in Unternehmen die Grundlagen dafür verschlechtern, Wettbewerbsvorteile durch schwierig imitierbare Kernkompetenzen zu schaffen. Beide Ansätze beruhen auf der falschen Annahme. dass die Aktionäre die Belange des Unternehmens besser vertreten können als ein funktionierender Verwaltungsrat (VR). Dessen Arbeit muss dringend verbessert werden, wie der Fall Vasella zeigt. Es ist ja der VR, welcher die exzessiven Saläre beschlossen hat. Deshalb sollten beide Vorlagen abgelehnt werden.

Wie wirkt «say on pay»?

Erstens lassen beide Vorlagen ausser acht, dass Aktionäre sehr unterschiedliche Interessen haben. Mitunter sind diese sehr kurzfristig. Auch Aktionäre betätigen sich manchmal als «Abzocker». Ihre Macht wird aber durch die Möglichkeit der jährlichen Abwahl von Verwaltungsräten gestärkt. Das vorgesehene elektronische Abstimmungsverfahren kann dieses Problem kaum mindern. Es wird das ohnehin geringe Stimmengewicht der Kleinaktionäre – auf welche beide Vorschläge in erster Linie abstellen – nur wenig vergrössern.

Darüber hinaus ist es keineswegs klar, dass die Gehälter des Top-Managements generell durch ungehinderte Selbstbedienung und nicht durch Marktkräfte zustande kommen. Zwar sprechen viele Befunde dafür. Aber die ökonomische Forschung ist sich uneins. Katja Rost und Margit Osterloh, beide Professorinnen an der Universität Zürich, haben unter der Fragestellung «Der Anstieg der Management-Vergütung: Markt oder Macht?» die Meinung zahlreicher Fachleute zusammengestellt. Das Ergebnis heisst «unentschieden». Das spricht nicht dafür, dass die Schweiz eine Vorreiterrolle in Bezug auf die Strenge der Regulierungen für Management-Gehälter einnehmen sollte, welche sie mit der «Abzocker»-Initiative übernähme.

Ergebnisse aus den USA zeigen, dass neu eingeführte «Say on pay»-Rechte der Aktionäre wenig bewirken. Die Dodd-Frank Act von 2010 sieht vor, dass die Aktionäre aller grossen börsenkotierten Firmen alle drei Jahre konsultativ über die Vergütung der fünf obersten Managerinnen und Manager abstimmen. Obwohl die Durchschnitts- und Mediangehälter seit 2010 wieder steigen, haben 2011 in über 98% der Gesellschaften die Aktionäre mit Mehrheiten für die Kompensationspläne gestimmt, in mehr als 70% der Gesellschaften gab es Zustimmungsraten von 90% und darüber. Dies verleiht steigenden Vergütungen sogar zusätzliche Legitimität.

Der Wissensschatz der Firma

Zweitens ist der Verwaltungsrat keineswegs nur Interessenvertreter der Aktionäre, sondern des gesamten Unternehmens. Dazu gehören auch die Mitarbeitenden und in vielen Fällen weitere Anspruchsgruppen (Stakeholder), welche am langfristigen Wohlergehen des Unternehmens interessiert sind. Dies entspringt keineswegs sozialromantischen Vorstellungen, sondern einer modernen Unternehmenstheorie. Diese geht davon aus, dass heute Wissens-Kooperationen zentral für die Kernkompetenzen und die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen und Volkswirtschaften sind. Langfristige Wettbewerbsvorteile entstehen, indem verschiedene Anspruchsgruppen – Aktionäre, Mitarbeitende, Lieferanten, Kunden, Vertreter des öffentlichen Interesses – aufeinander abgestimmte Ressourcen erzeugen. Diese sind umso weniger imitierbar (etwa durch Billiglohnländer), je stärker die Investitionen massgeschneidert auf die Firma ausgerichtet sind. Zudem sind sie umso stabiler, je mehr sie auf gemeinsamem Wissen und gemeinsamen Erfahrungen sowie kooperativen Beziehungen aufbauen.

Allerdings können solche Ressourcen durch formale Verträge schlecht abgesichert werden. Das gilt besonders, aber nicht nur, für das unternehmensspezifische Human- und Sozialkapital der Mitarbeitenden. Man denke an den 55-jährigen Facharbeiter, dessen firmenspezifischer Erfahrungs- und Beziehungsschatz verloren geht, wenn durch Entlassungen von Mitarbeitern wie ihm der Aktienwert kurzfristig gesteigert werden soll. Aus dieser Sicht hätte er besser in sein generelles Wissen investiert, das er nach seiner Entlassung auf dem Markt hätte verwerten können – dies hätte aber dem Unternehmen weniger langfristige Wettbewerbsvorteile gebracht. Hier setzt die Funktion des Verwaltungsrats ein: Dieser muss die Interessen der firmenspezifischen «Investoren in Human- und Sozialkapital» genauso schützen wie diejenigen der Kapitalinvestoren.

Damit erhält der Verwaltungsrat von der modernen Unternehmenstheorie eine Rolle zugeschrieben, die früher vielfach selbstverständlich war, heute aber vom Shareholder-Denken verdrängt wurde: Die Aufgabe des Verwaltungsrates ist die Vertretung des langfristigen Gesamtinteresses des Unternehmens, das heisst aller Anspruchsgruppen, deren firmenspezifische Investitionen anderweitig nicht genügend abgesichert werden können.

Verwaltungsrat als Treuhänder

Für diese Rolle gibt es zwei Modelle: einerseits das Modell der direkten Interessenvertretung, wie es Management-Guru Michael Porter schon 1992 vorgeschlagen hat und wie es ansatzweise in zahlreichen europäischen Ländern realisiert ist (vgl. NZZ vom 30. 9. 06, S. 33). Anderseits das Modell der Treuhänderschaft, wie es in zahlreichen Gliedstaaten der USA gesetzlich möglich ist. Für die Schweiz ist im Aktienrecht eher das Treuhändermodell angelegt. Dieses würde allerdings mit der «Abzocker»-Initiative ebenso wie mit dem Gegenvorschlag durch ein deutlich aktionärszentriertes Leitbild abgelöst. Geschwächt würde damit die sozialpartnerschaftliche Zusammenarbeit, die in der Schweiz, Deutschland und Österreich dazu beigetragen hat, die Finanzmarktkrise besser als andere Länder zu überstehen.

Das Treuhändermodell ist mit Voraussetzungen verbunden, die derzeit nur bedingt erfüllt sind und die durch die beiden Vorlagen sogar verschlechtert würden. Erstens setzt es einen von den Aktionären hinreichend unabhängigen Verwaltungsrat voraus, damit dieser seine Funktion des Interessenausgleichs wahrnehmen kann. Das ist mit einer jährlichen Wahl durch die Aktionäre nicht vereinbar. Zweitens dürfen die Treuhänder-Verwaltungsräte nicht durch Vergütungen entlohnt werden, die nur am Aktionärserfolg orientiert sind. Dies würde ihre Neutralität zerstören. Sie müssten ein fixes Gehalt haben,

© NZZ AG

so wie wir es schon seit langem auch für das Management fordern (vgl. NZZ vom 13. 3. 09, S. 25, und 28. 10. 10, S. 32). Diese wichtige Bedingung ist beispielsweise beim Novartis-VR nicht erfüllt. Es würde eine bonusgetriebene Selbstbedienung unattraktiv machen. Derartige strukturelle Veränderungen der Anreize sind in den gegenwärtigen Vorlagen aber nicht vorgesehen.

Noch einmal überlegen

Beide Alternativen lösen das «Abzocker»-Problem nicht. Beide verschlechtern die Grundlagen der Sozialpartnerschaft sowie die Möglichkeit, schwierig imitierbare Kernkompetenzen zu schaffen — die «Abzocker»-Initiative allerdings deutlich mehr als der Gegenvorschlag. Beim derzeitigen Stand des Verfahrens bedeutet dies, dass die «Abzocker»-Initiative abgelehnt und anschliessend gegen den indirekten Gegenvorschlag ein Referendum eingeleitet werden sollte. Dazu müssten binnen 90 Tagen nach der Abstimmung 50 000 Unterschriften gesammelt werden. Danach sollten sich alle Beteiligten Zeit nehmen, um ein modernes Leitbild für die Reform des Aktienrechts auszuarbeiten, welches nicht ausschliesslich aktionärszentriert ist. Thomas Minder hat grosse Verdienste, eine wichtige Debatte angestossen zu haben. Aber das Schweizervolk sollte seiner direktdemokratischen Tradition treu bleiben und unzureichende Vorlagen in die politische Arena zurückgeben.

Margit Osterloh ist Professorin (em.) für Betriebswirtschaftslehre an der Universität Zürich, Professor of Management Science an der University of Warwick und Forschungsdirektorin von CREMA (Center for Research in Economics, Management and the Arts).

Bruno S. Frey ist Distinguished Professor of Behavioural Science an der University of Warwick und Forschungsdirektor von CREMA sowie Professor an der Zeppelin-Universität Friedrichshafen.

Hossam Zeitoun ist Postdoktorand und Visiting Fellow an der University of Warwick.