

Corporate Governance nicht zum Nulltarif

Schwächen des Swiss Code of Best Practice

Von Roger Groner*

Im nachstehenden Diskussionsbeitrag wird auf Probleme hingewiesen, die daraus entstehen, wenn im Verwaltungsrat möglichst viele unabhängige externe Personen anwesend sein sollen. Ferner wird befürchtet, dass der Swiss Code of Best Practice beim Wettbewerb um die richtige Governance-Struktur kontraproduktiv sein könnte (Red.).

Der Swiss Code of Best Practice enthält eine Reihe von Regeln, mit denen die Investoren vor der Ausbeutung durch das Management einer Publikumsgesellschaft geschützt werden sollen. Im Zentrum steht die Empfehlung, dass die Mehrheit des Verwaltungsrates (VR) aus Mitgliedern bestehen soll, die im Unternehmen keine Führungsaufgaben erfüllen. *Unabhängige* Verwaltungsratsmitglieder sind damit die Lösung für ein *vermutetes Marktversagen*. Im Folgenden wird die These aufgestellt, dass der Anspruch des Code, die «beste» Corporate-Governance-Struktur gefunden zu haben, einer kritischen Analyse nicht standhält. Im Besonderen unterschätzt der Code die Marktkräfte, die auf das Management eine disziplinierende Wirkung ausüben. Gleichzeitig übersieht er die Kosten, die aus der Befolgung seiner Empfehlungen resultieren würden.

Der Markt für Manager

Kosten infolge strikter Beachtung des Code entstehen zunächst durch die Beschränkung des *Marktes für Manager*. Nach ökonomischer Theorie stehen Mitarbeiter in einem Wettbewerb um möglichst hohe Positionen innerhalb der Unternehmens-Hierarchie. Sie kämpfen auf mehreren Turnier-Ebenen gegen andere Mitarbeiter, zuerst um Positionen im mittleren Management, dann – je länger sie im Unternehmen tätig sind – um höhere Management-Positionen. Die Leistung des Managements wird primär anhand der Steigerung des Aktienkurses gemessen. Wer zur Avance beiträgt, wird befördert. Wer Unternehmenswert ernichtet, wird früher oder später in der Hierarchie stecken bleiben oder das Unternehmen verlassen. Der Markt für Manager wirkt damit wie ein Magnet, der die Interessen von Management und Aktionären näher bringt. Eine effizient organisierte Publikumsgesellschaft wird dementspre-

chend den Mitarbeitern glaubhaft versprechen, dass ihre Leistung mit einer Spitzenposition in der Unternehmens-Hierarchie belohnt wird. Idealerweise wird den Gewinnern des Turniers ein Platz im VR in Aussicht gestellt; denn dieses Gremium verleiht (aktienrechtlich zwingend) die oberste Führungskompetenz. Rational denkende Manager werden deshalb die Einsitznahme im obersten Gremium anstreben. Die Empfehlung des Code, wonach der VR mehrheitlich aus *nicht* im Unternehmen tätigen Personen zusammengesetzt werden soll, *behindert* damit aber den Markt für Manager. Sie reduziert die Chancen von Managern, im VR Einsitz zu nehmen, und limitiert damit deren Ehrgeiz, sich nach oben zu kämpfen.

Weiter führen *Aktien- und Optionsprogramme* für Mitarbeiter und Manager dazu, dass im Unternehmen tätige VR-Mitglieder regelmässig über eine grössere Aktienbeteiligung an der Gesellschaft verfügen als ihre unabhängigen VR-Kollegen. Damit haben unabhängige Mitglieder *nicht das gleiche Interesse* wie Management-Verwaltungsräte, sich für erfolversprechende Investitionen der Gesellschaft einzusetzen. Ein geringerer Anreiz zur Schaffung von Shareholder Value ist aber wenig geeignet, die Rendite zu steigern. Ausserdem vergrössern unabhängige Verwaltungsratsmitglieder ihren Eigennutzen, wenn sie wenig Aufwand in die Aufgabenerfüllung investieren. Was würden sie auch gewinnen, wenn sie jeden Tag zehn Stunden mit der Kontrolle des Managements verbrachten? Ihre Entschädigung bleibt die gleiche, ob sie sich bemühen oder nicht. Auf Grund der fehlenden Transparenz von Verwaltungsratssitzungen wird *ineffizientes Verhalten* auch nicht von Aktionären geahndet. Schliesslich sind unabhängige VR-Mitglieder auch *weniger gut informiert* als ihre im Unternehmen tätigen VR-Kollegen. Damit sind sie weniger effizient; denn solange Verwaltungsratsmitglieder nicht zehn Stunden am Tag darauf verwenden, sich über die Geschäftsführung zu informieren, gelingt es ihnen nicht, das Management zu kontrollieren.

Dies bedeutet nicht, dass unabhängige Verwaltungsratsmitglieder vollkommen fehl am Platze sind. Unabhängige VR-Mitglieder können als passive Kontrolleure der Management-Leistung dienen und im Notfall einen Wechsel innerhalb des Management-Teams initiieren. Ihre Leistung ist aber nicht per se derjenigen abhängiger Verwaltungsratsmitglieder überlegen.

Markt für Eigenkapital

Wieso beteiligen sich Investoren überhaupt am Eigenkapital einer Publikumsgesellschaft, wenn sie wegen der Ausbeutungsgefahr zu Verlusten kommen könnten? Bezeichnenderweise wollen Management und Verwaltungsrat einer Publikumsgesellschaft das Unternehmen vergrössern. Die Führung grösserer Unternehmen verschafft eine höhere Reputation und ist lukrativer. Im Rahmen der dazu erforderlichen Kapitalaufnahme hat das Management den Investoren glaubhaft zu versprechen, ihnen in der Zukunft eine dem Risiko entsprechende Rendite zu bezahlen. Die Aktien von Publikumsgesellschaften sind damit Produkte des Unternehmens, die (wie seine im Absatzmarkt offerierten Güter oder Dienstleistungen) erfolgreich veräussert werden müssen. Deswegen gewährt das Management den Aktionären Kontroll- und Stimmrechte sowie eine transparente Organisation der Gesellschaft, kurz – eine gute Corporate Governance.

Es liegt auf der Hand, dass *kein Patentrezept* zur optimalen Ausgestaltung der Corporate Governance existiert. Andernfalls hätten die Publikumsgesellschaften es kopiert, und alle Unternehmen wiesen die gleiche Organisation, die gleichen Statuten und die gleichen Aktionärsrechte auf. Die «beste» Organisationsstruktur muss in der Praxis mittels ständiger Verbesserung entwickelt werden. Unternehmen und Investoren werden damit Ansprüchen, wonach die «beste» Governance-Struktur gefunden worden ist, mit Vorteil *skeptisch begegnen*. Die Marktkräfte werden von selber dazu führen, dass sich jede Publikumsgesellschaft das für sie passende Organisationskleid zulegt. Würden die «Empfehlungen» des Code ernst genommen und durchwegs befolgt, beseitigte dies den *Wettbewerb* um die richtige Governance-Struktur. Damit braucht es keinen Swiss Code of Best Practice.

* Roger Groner, Rechtsanwalt, LL.M., ist Mitarbeiter von Simpson Thacher & Bartlett in New York. Eine ausführlichere Version dieses Artikels wird in der «Aktuellen Juristischen Praxis» erscheinen.