

Der Verwaltungsrat schützt das langfristige Unternehmensinteresse am besten

Stärkung der Aktionärsrechte kein Königsweg in der Corporate Governance

Von Peter Brabeck-Letmathe*

Zur Verbesserung der Corporate Governance wird häufig der Ausbau der Aktionärsrechte gefordert. Der Autor, Präsident des Nestlé-Verwaltungsrats, warnt hingegen vor «verantwortungslosen» Aktionären, die dem Unternehmen aus kurzfristigem Eigeninteresse heraus schaden können. Allein der Verwaltungsrat habe das langfristige Unternehmensinteresse im Blick, und er müsse deshalb einen grossen Handlungsspielraum haben. (Red.)

Die Aktionäre von Nestlé haben in diesem Jahr eine vollständige Revision der Gesellschaftsstatuten angenommen. Damit kam ein drei Jahre langer Prozess zum Abschluss, in dem die Gesellschaft – auch mittels einer Umfrage unter den Aktionären – in intensivem Austausch mit ihren Investoren stand. Die neuen Statuten enthalten viele Anregungen aus diesem Prozess und wurden an der Generalversammlung am 10. April 2008 mit einer Mehrheit von 99% der abgegebenen Stimmen angenommen. Eine der grössten Herausforderungen beim Entwurf der neuen Statuten bestand darin, das richtige Gleichgewicht zwischen den Rechten und Pflichten des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung auf der einen Seite und den Aktionären auf der anderen Seite zu finden. Es ist dies das Kernthema der Corporate Governance: Wie soll das Unternehmen angesichts der Trennung von Eigentümern und Unternehmensleitung, der sogenannten Agency-Problematik, «an der Spitze» geführt werden?

Eigentümer ohne Verantwortung

Die einfache, populistische Antwort auf diese Frage besteht darin, die Aktionärsrechte so weit wie möglich zu stärken. Da die Aktionäre die Eigentümer eines Unternehmens sind und die Annahme vorherrscht, dass dieses von angestellten, eigennützigen Managern geleitet und von einem mehr oder weniger unwissenden Verwaltungsrat überwacht wird, glaubt man für gewöhnlich, die logische Lösung bestehe in einer Stärkung der Eigentümerstellung. Dieser Ansatz wird heutzutage von vielen Gesetzgebern verfolgt; auch der Entwurf zum neuen Aktienrecht, der gegenwärtig im Schweizer Parlament debattiert wird, ist dabei keine Ausnahme. Aber dieser Ansatz ist zu einfach.

Nach Schweizer Recht haben nicht die Aktionäre, sondern allein der Verwaltungsrat eine Treuepflicht gegenüber dem Unternehmen. Somit obliegt es dem Verwaltungsrat, die langfristigen Interessen des Unternehmens und all seiner Aktionäre zu wahren. Die Aktionäre selbst können legitimerweise ausschliesslich ihre eigenen, kurzfristigen Interessen verfolgen. Mitunter sind sie sogar scharfe Konkurrenten des Unternehmens, in das sie investiert haben. Daher muss die allzu einfache Annahme, eine nachhaltige Entwicklung des Unternehmens liege im Interesse aller Aktionäre – wohingegen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung per se verdächtig seien –,

kritisch hinterfragt werden. Es stimmt: Die Aktionäre sind die Eigentümer des Unternehmens. Doch zumindest nach Schweizer Recht sind sie Eigentümer ohne jede Verantwortung.

Missbräuchliches Abstimmen

Zusätzlich zu diesem konzeptionellen Problem bringt die erwähnte einfache Lösung weitere Schwierigkeiten mit sich. Aktionärsrechte können missbraucht werden, und sie werden manchmal auf sehr undurchsichtige Weise ausgeübt. Erst kürzlich rückten einige ungeklärte Fragen im Zusammenhang mit der Ausübung von Aktionärsstimmrechten ins öffentliche Interesse. Das Problem besteht in erster Linie darin, dass es auf den heutigen Finanzmärkten sehr einfach ist, die wirtschaftliche Beteiligung eines Aktionärs an einem Unternehmen von seinem Stimmrecht zu trennen. So kann es vorkommen, dass Eigentümer, die ihr Stimmrecht auf äusserst eigennützige Weise ausüben, am Ende nicht einmal die wirtschaftlichen Risiken ihrer Entscheidungen tragen. Dies spiegelt sich in verschiedenen Phänomenen wider.

Aktionäre können zunächst einmal heimlich Anteile an einem Unternehmen erwerben, da sich die Offenlegungspflichten traditionell auf das Stimmrecht beziehen. In den vergangenen Monaten bekanntgewordene Transaktionen haben gezeigt, dass es relativ einfach war, auf diese Weise die Schweizer Gesetze zur Offenlegungspflicht zu umgehen. Es kann auch vorkommen, dass der Käufer mit anderen zusammen als Gruppe agiert. Umgekehrt kommt es vor, dass ein Investor seinen angeblichen Anteilsbesitz übertrieben darstellt, um seine Verhandlungsposition gegenüber dem Verwaltungsrat zu festigen. Der Investor kann dies mit Hilfe von Kaufoptionen mit sehr hohem Ausübungspreis tun, oder er kann sich mittels des «Securities Lending» Aktien temporär leihen, um seinen Stimmrechtsanteil zu erhöhen.

Vorschriften lösen Probleme nicht

Das «Empty Voting» bezeichnet die Ausübung von Stimmrechten durch einen Aktionär, der von der wirtschaftlichen Beteiligung, die durch seine Aktien verkörpert wird, abgekoppelt ist. Dies geschieht üblicherweise ebenfalls durch Securities-Lending-Geschäfte, bei denen der Ausleiher der Aktien das Recht zur Ausübung der Stimmrechte erhält, während der Verleiher weiterhin das wirtschaftliche Risiko trägt. Ein verwandter Fall liegt vor, wenn ein Aktionär Titel kauft und sich mit Hilfe von Equity-Swaps oder dem Verkauf von Optionen mit niedrigem Ausübungspreis gegen das wirtschaftliche Risiko absichert. Es liegt auf der Hand, dass ein Aktionär, der sein Stimmrecht so ausübt, nicht unbedingt die besten Interessen des Unternehmens im Sinn hat.

Die Schweizer Regelungen etwa mit Blick auf die Offenlegungspflichten wurden kürzlich verschärft. Dennoch sind einige Probleme ungelöst. Zugleich entpuppen sich die zusätzlichen Vorschriften als äusserst «technisch», und ihre Einhaltung wird für die betroffenen Banken und

Unternehmen zunehmend schwierig. Vor allem aber wird eines deutlich: Trotz allen legitimen Versuchen, die Stellung der Aktionäre zu stärken, obliegt die Pflicht, die langfristige Entwicklung des Unternehmens zu gewährleisten, ausschliesslich dem Verwaltungsrat. Aus diesem Grund muss der Verwaltungsrat einen gewissen Handlungsspielraum behalten, um Missbrauch zu verhindern und die langfristigen Interessen des Unternehmens sichern zu können.

Diese Überlegungen führten den Nestlé-Verwaltungsrat zu folgenden Schlüssen, die die Revision der Statuten beeinflusst haben, aber auch vom Gesetzgeber bei der Revision der Vorschriften zur Corporate Governance beachtet werden sollten.

* Peter Brabeck-Letmathe ist Präsident des Nestlé-Verwaltungsrats. Von 1997 bis 2007 war er auch CEO des Nahrungsmittel-Konzerns.