

Risiko und Corporate Governance

HANS CASPAR VON DER CRONE*

Inhalt

I.	Kollektives Eigentum – Delegierte Führung	553
II.	Anspruchsgruppen und Risikopräferenzen	555
	1. Aktionäre	555
	2. Arbeitnehmer	557
	3. Management	557
III.	Fazit	561

Corporate Governance ist ein schillernder Begriff, was sich nur schon darin zeigt, dass er sich nicht treffend ins Deutsche übersetzen lässt. Corporate Governance wird denn auch sehr unterschiedlich verstanden und interpretiert.¹

I. Kollektives Eigentum – Delegierte Führung

Zweckmässigerweise geht man von der Funktion aus: Corporate Governance ist die Antwort des Rechts und der Ökonomie auf den Übergang von der Einzelunternehmung zur Gesellschaft.²

Die Einzelunternehmung gehört einer Person und wird von dieser geführt.

- Die Aktiengesellschaft dagegen gehört einem Kollektiv, nämlich den Aktionären.³ Die kollektive Eigentümerstellung wirft Fragen nach der Ent-

* Dieser Aufsatz beruht auf einem Vortrag, der zur Eröffnung des Center of Competence Finance in Zürich (CCFZ) am 25. März 2004 gehalten wurde. Meinem Assistenten lic.iur. Thilo Pachmann danke ich für die wertvolle Unterstützung bei der Redaktion dieses Beitrages.

¹ Corporate Governance deckt sich teilweise mit dem deutschen Begriff Unternehmensverfassung und umschreibt als Kurzformel den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Unternehmensleitung und deren Überwachung. Vgl. AXEL V. WERDER, Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance, in: PETER HOMMELHOFF/KLAUS J. HOPT/AXEL V. WERDER (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, Köln/Stuttgart 2003, 4 f.; vgl. Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance (SCBP), Economiesuisse (Hrsg.), Stand Juli 2002 und SWX Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance, 1. Juli 2002.

² Gem. der Leitidee des SCBP (FN 1) ist Corporate Governance „(...) die Gesamtheit der auf das Aktionärsinteresse ausgerichteten Grundsätze (...)“, das Shareholder Interesse steht im Vordergrund. Vgl. DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 233; HANS CASPAR VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft, ZSR 119 (2000), 239.

scheidfindung und Interessenwahrung in Gruppen auf. Angesprochen sind Probleme wie Public Choice⁴, öffentliche Güter⁵ und Free Riding⁶.

- Die Aktiengesellschaft wird von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, also vom Management geführt und nicht von den Aktionären und Eigentümern.⁷ Die Führung der Unternehmung im Auftragsverhältnis wirft Fragen nach Gleich- und Gegenlauf der Interessen von Aktionären und Management auf. Angesprochen ist das Prinzipal-Agent Konzept.⁸

Unter dem Gesichtspunkt Risiko ist der Übergang von der Einzelunternehmung zur Gesellschaft in hohem Mass relevant: In der Einzelunternehmung richtet der Eigentümer die Geschäftsstrategie auf seine Risikopräferenzen aus. Eingegangenes Risiko und Risikopräferenz sollten sich damit grundsätzlich decken.⁹ In der Gesellschaft dagegen entscheidet das Management über das Eingehen von Risiken.¹⁰ Das Risikoprofil der Gesellschaft und die Risikopräferenzen der Eigentümer können damit auseinanderfallen.

Diese Feststellung mag zur rechtspolitischen Forderung führen, das Management sei durch das Gesetz dazu zu verpflichten, das Risikoprofil der Gesellschaft auf die Risikopräferenzen der Aktionäre auszurichten. Ein solcher Ansatz allerdings würde an der Unvollständigkeit der Rechtsbeziehung zwischen

³ Art. 620 ff. OR. Zur Zulässigkeit der Einpersonen-Aktiengesellschaft: PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 62 N 26 ff.

⁴ Die Public Choice Theorie erforscht, wie Wahlmechanismen funktionieren und weshalb dabei falsche Entscheide getroffen werden können. Vgl. PAUL A. SAMUELSON/WILLIAM D. NORDHAUS, Economics, 17th ed., New York 2001, 328.

⁵ Vgl. zum Problem öffentlicher Güter: PAUL MILGROM/JOHN ROBERTS, Economics, Organization & Management, New Jersey 1992, 294 ff.

⁶ Der Kleinaktionär profitiert von den Grossaktionären, die sich intensiv mit der Überwachung der Gesellschaften beschäftigen. Vgl. zur Free Rider Problematik: WOLFGANG GERKE/FERDINAND MAGER, Die Rolle von Banken und Finanzintermediären bei der Corporate Governance, in: HOMMELHOFF/HOPT/WERDER (FN 1), 554; RICHARD A. BREALEY/STEWART C. MEYERS, Principles of Corporate Finance, 7th ed., New York 2003, 318.

⁷ Art. 716 ff. OR; vgl. dazu auch PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 3. Aufl., Zürich 2004, § 13 N 282 ff.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 3), § 20 N 15 f., § 30 N 2 ff., 61 ff.

⁸ Zur Agency-Thematik vgl. MICHAEL C. JENSEN/WILLIAM H. MECKLING, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 3 (1976), 305 ff.; EUGENE F. FAMA, Agency Problems and the Theory of the Firm, Journal of Political Economy 88 (1980), 288 ff.; EUGENE F. FAMA/MICHAEL C. JENSEN, Agency Problems and Residual Claims, Journal of Law and Economics 26 (1983), 329 ff.; CHARLES W. L. HILL/THOMAS M. JONES, Stakeholder-Agency Theory, Journal of Management Studies 29 (1992), 131 ff.; RUDOLF RICHTER/EIRIK G. FURUBOTN, Neue Institutionenökonomik, 2. Aufl., Tübingen 1999, 163 ff., 201 ff., 217 ff., 268 ff.; JOCHEN SCHUMANN/ULRICH MEYER/WOLFGANG STRÖBELE, Grundzüge der mikroökonomischen Theorie, 7. Aufl., Berlin/Heidelberg/New York 1999, 436 ff.

⁹ Das gleiche gilt für den Investor, dessen Risikopräferenz sich mit der persönlichen Anlagestrategie decken sollte. Vgl. dazu SAMUELSON/NORDHAUS (FN 4), 536.

¹⁰ Vgl. oben, FN 7.

den Aktionären und dem Management scheitern.¹¹ Was richtiges Geschäftsführen ist, lässt sich im Voraus nicht scharf definieren und im Nachhinein nicht scharf feststellen.¹² Handlungsanweisungen zum Risikoprofil einer Unternehmung wären deshalb nur beschränkt justiziabel.

Die Wahl des Risikoprofils eines Unternehmens ist stattdessen als dynamischer Prozess zu verstehen, auf den die verschiedenen am Unternehmen beteiligten Anspruchsgruppen mehr oder minder direkt Einfluss nehmen.

II. Anspruchsgruppen und Risikopräferenzen

Die Aktiengesellschaft sieht sich einer ganzen Reihe von so genannten Anspruchsgruppen gegenübergestellt. Nachfolgend wird aus dem Blickwinkel des Risikos auf drei dieser Anspruchsgruppen näher eingegangen, auf die Aktionäre, die Arbeitnehmer und das Management.

1. Aktionäre

Menschen sind naturgemäss risikoavers.¹³ Vor die Wahl zwischen zwei unterschiedlich risikoreichen – im Übrigen aber gleichwertigen – Strategien gestellt, werden sie sich für die weniger risikoreiche entscheiden, es sei denn, sie werden mit einer Prämie für die Übernahme des zusätzlichen Risikos entschädigt.¹⁴

Das Eigentum an einer Aktiengesellschaft befindet sich, wie erwähnt, in vielen Händen. Eine Beteiligung an einer Aktiengesellschaft ist deshalb auch schon mit beschränktem Kapitaleinsatz möglich.¹⁵ Als Konsequenz können Ak-

¹¹ Vgl. zur Theorie des unvollständigen Vertrages: RICHTER/FURUBOTN (FN 8), 146 f., 207 ff., 247 ff., 278 f.; OLIVER E. WILLIAMSON, Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus, Tübingen 1990, 266 ff.; FRIEDRICH BUTTLER, Vertragstheoretische Interpretation von Arbeitsmarktinstitutionen, in: GOTTFRIED BOMBACH/BERNHART GAHLEN/ALFRED E. OTT (Hrsg.), Arbeitsmärkte und Beschäftigung – Fakten, Analysen, Perspektiven, Tübingen 1987, 210 f.

¹² Vgl. dazu den objektivierten Verschuldensmassstab bei der Verantwortlichkeitsklage gem. Art. 752 ff. OR; BÖCKLI (FN 7), § 13 N 430; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 3), § 36 N 75 ff.; PETER FORSTMOSER, Die aktienrechtliche Verantwortlichkeit, 2. Aufl., Zürich 1987, N 292 ff.

¹³ Jeder Mensch hat grundsätzlich eine andere Risikopräferenz. Viele Entscheidungsträger sind jedoch risikoavers. Dies folgt aus dem Grundsatz des abnehmenden Grenznutzens, weil ein Verlust desselben Betrages die jeweilige Person härter trifft als ein Gewinn. Vgl. HANS CASPAR VON DER CRONE, Rahmenverträge, Zürich 1993, 36-37; SAMUELSON/NORDHAUS (FN 4), 207 f.; MILGROM/ROBERTS (FN 5), 187-188.

¹⁴ Vgl. zur Definition von Risikoprämien ASWATH DAMODARAN, Corporate Finance, 2nd ed., New York 2001, 190: „The risk premium measures the ‘extra return’ that would be demanded by investors for shifting their money from a riskless investment to an average risk investment. It should be a function of how riskaverse investors are and how risky they perceive stocks (and other risky investments) to be, relative to a riskless investment“.

¹⁵ Gemäss Art. 620 i.V.m. Art. 622 Abs. 4 OR kann das Aktienkapital auf beinahe beliebig viele Aktien aufgeteilt werden.

tionäre diversifiziert in viele statt konzentriert in eine Gesellschaft investieren. Mit der diversifizierten Anlage können sie einen Teil des Risikos ihrer Investition – das so genannte unsystematische Risiko – beseitigen.¹⁶ Sie befinden sich in der gleichen Rolle wie die Versicherung, die ein ganzes Bündel von vergleichbaren Risiken, etwa des Brandfalles, zusammenfasst und sich damit in die Lage versetzt, im Einzelfall den Schaden zu tragen.¹⁷

Gegenüber diversifizierbarem Risiko werden Aktionäre risikoneutral. Sie werden die Übernahme solcher Risiken nicht von einer Risikoprämie abhängig machen und sie werden an einem gut funktionierenden Markt für die Übernahme dieses Risikos auch keine Risikoprämie erhalten.

Die Kollektivierung der Eigentümerstellung ermöglicht also auch eine Veränderung in den Risikopräferenzen der Eigentümer. Immerhin sind nicht alle Aktionäre diversifiziert. Firmengründer und ihre Familien bleiben regelmässig auch über eine Börseneinführung hinaus stark im Unternehmen engagiert. Sie werden tendenziell risikoaverser sein als volldiversifizierte Aktionäre.¹⁸ Es können deshalb zwar Aussagen über die typischen Risikopräferenzen von Publikumsaktionären gemacht werden, daraus kann aber kein allgemeingültiges Aktionärs-Risikoprofil abgeleitet werden. Die Einführung gesetzlicher Risikovorgaben für das Management scheidet also nicht nur an der fehlenden Justiziabilität, sondern darüber hinaus auch am Fehlen homogener Risikopräferenzen auf Seiten der Aktionäre.

¹⁶ Als systematisches Risiko (diversifiable risk) wird das allgemeine Marktrisiko bezeichnet, das unsystematische Risiko (nondiversifiable risk) ist das titelspezifische Risiko. Das unsystematische Risiko kann aufgrund der Portfolio Theorie durch Diversifikation beseitigt werden. Dazu: HARRY MARKOWITZ, Portfolio Selection, *Journal of Finance* 7 (1952), 77 ff.; ASWATH DAMODARAN (FN 14), 155 ff.; BREALEY/MYERS (FN 6), 187 ff.; Credit Suisse, Diversifikation – Strategie für eine erfolgreiche Kapitalanlage, *Economic Briefing* Nr. 20, Zürich 2000; MARKUS WINKLER, Theorie und Praxis im Portfoliomanagement, *NZZ* vom 5. Juli 2004, 22; CLAUDIO LEDERER, Die rätselhafte Abneigung der Anleger gegen die Risikodiversifikation – warum Investoren zu hohe Risiken eingehen und zu tiefe Rendite akzeptieren, *NZZ* vom 29. Mai 2004, 29.

¹⁷ Die Motivation sich zu versichern liegt in der Risikoaversion: Eine risikoaverse Person bezahlt eher eine Versicherungsprämie in bekannter Höhe, als das Risiko eines Verlustes in unbekannter Höhe einzugehen. Da sich Versicherer selber durch das Poolen verschiedenster, nicht miteinander korrelierender Risiken diversifizieren können, werden sie bei vollständiger Diversifikation risikoneutral. Das Institut der Versicherung bietet demnach risikoaversen Personen die Möglichkeit, ihr Risiko gegen Bezahlung einer Prämie auf risikoneutrale Subjekte zu übertragen. Vgl. zu „Risk Spreading“ FRANK H. EASTERBROOK/DANIEL R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Mass./London 1991, 53; SAMUELSON/NORDHAUS (FN 4), 209.

¹⁸ Der Unternehmer zeichnet sich dadurch aus, dass er – im Gegensatz zum Publikumsaktionär – die Entscheidungen selbst trifft und die Risiken selbst trägt. Vgl. dazu EUGENE F. FAMA/MICHAEL C. JENSEN, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics* 26 (1983), 305 ff.; HANS CASPAR VON DER CRONE/KARIN BEYELER/DANIEL DÉDEYAN, Stakeholder im Aktienrecht, *ZSR* 122 (2003), 451 f.; VOLKAN GÖÇMEN/THOMAS MEYER, Mehr Wert dank Eigentümer-Unternehmern, *NZZ* vom 29. Juni 2004, 25.

2. Arbeitnehmer

Als nächstes sollen die Arbeitnehmer, eine für den Erfolg der Unternehmung zentrale Anspruchsgruppe, betrachtet werden. Arbeitnehmer investieren ihr Humankapital in das Unternehmen. Diese Anlage ist kaum diversifizierbar, ja das Konkurrenzverbot¹⁹ ist schon geradezu ein Diversifikationsverbot. Dem spezifisch mit dem Unternehmen verbundenen Risiko steht der Arbeitnehmer dementsprechend negativ gegenüber, gleich wie der Einzelunternehmer, aber anders als der diversifizierte Aktionär.²⁰ Die Tatsache, dass der Aktionär diversifizieren kann, führt also zu einer Divergenz zwischen den Risikopräferenzen von Eigentümer und Arbeitnehmer, die in dieser Form in der Einzelunternehmung nicht besteht.²¹

Dem breiten Publikum sind diese Unterschiede in den Risikopräferenzen nicht entgangen. Sie bildeten denn auch den Nukleus einer der grossen politisch-ökonomischen Kontroversen der letzten zehn bis fünfzehn Jahre, der Auseinandersetzung um die Doktrin des Shareholder Value.²² Aus der Perspektive der Risikopräferenzen formuliert: Hat das Management die Unternehmenspolitik auf die Risikopräferenzen der Aktionäre auszurichten, oder soll es im Sinn eines Stakeholder-Ansatzes den Ausgleich unter den Risikopräferenzen der verschiedenen Anspruchsgruppen anzustreben haben?²³

3. Management

Auch das Management investiert sein Humankapital ins Unternehmen. Der Wert seines Humankapitals ist dabei aufgrund der öffentlichen Silhouette seiner Tätigkeit in ausgeprägtem Mass mit dem Erfolg des Unternehmens oder mindestens mit dessen Wahrnehmung in der Öffentlichkeit verknüpft.²⁴ Im poten-

¹⁹ Vgl. vertragliches Konkurrenzverbot gem. Art. 340 ff. OR.

²⁰ Zum unsystematischen Risiko der Arbeitnehmer und der sich daraus ergebenden Risikoaversion vgl. VON DER CRONE/BEYELER/DÉDEYAN (FN 18), 446 ff.; MILGROM/ROBERTS (FN 5), 327 ff. Zu den Transaktionskosten für vertragsspezifische Investitionen vgl. WILLIAMSON (FN 11), 17 ff., 22 ff.; RICHTER/FURUBOTN (FN 8), 207 ff., 242 ff.; BUTTLER (FN 11), 210 f.

²¹ Zur Agency Problematik vgl. FN 8. Zur Diversifikation vgl. FN 16.

²² Vgl. u.a.: KLAUS SCHREDELSEKER, Shareholder-Value: Was sonst?, in: HANS SIEGWART/JULIAN MAHARI (Hrsg.), Corporate Governance, Shareholder Value & Finance, Basel 2002, 43 ff.; PHILIPP MEIER-SCHERLING, Shareholder Value Analyse vs. Stakeholder Management: Unternehmenspolitische Grundkonzeptionen als Ansätze zur Erweiterung der Theorie der Unternehmung, Diss. Darmstadt 1996, 87 ff., 102 ff., 117 ff.; Shareholder Value, NZZ – Fokus, Dezember 1996.

²³ Vgl. zur Shareholder Value vs. Stakeholder Value Diskussion: ALLAN A. KENNEDY, The End of Shareholder Value, London 2000, 177 ff.; HANS-DIETER VONTOBEL, „Shareholder Value“ – ein trügerischer Reiz? Ein Plädoyer wider die Darwinisierung der Sitten, in: ROLF BUSCH (Hrsg.), Shareholder Value – Neue Unternehmensmoral?, Berlin 1998, 115 ff.

²⁴ Vgl. zur Reputation und dem Risiko für das Humankapital des Managements: VON DER CRONE (FN 2), 259 ff.; MILGROM/ROBERTS (FN 5), 333 ff., 430 f.

tiellen Konflikt um die Risikopolitik des Unternehmens ist also zuerst mit einer Allianz von Management und Arbeitnehmern zu rechnen. Der Verlauf der Fronten in den grossen Shareholder Value Auseinandersetzungen Mitte der Neunzigerjahre belegt diese zumindest im Sinn von anecdotal evidence: Den Aktionären stand die geschlossene Allianz von Verwaltungsrat, Geschäftsleitung und Mitarbeitern gegenüber.²⁵

Erst über den Aktienmarkt kommt ein gewisser Ausgleich zustande. Die wichtigste Form der Einflussnahme der Aktionäre in Publikumsgesellschaften ist die Abstimmung mit den Füissen.²⁶ Aktien von Gesellschaften, die nicht den Vorstellungen der Anleger entsprechen werden verkauft, solche die den Vorstellungen entsprechen gekauft. Die Beurteilung der Gesellschaft fliesst damit in den Kurs der Aktien ein.²⁷ Will das Management kurzfristig einen Kursverlust und mittelfristig seine Abwahl vermeiden, wird es deshalb auch die Präferenzen der Aktionäre mit zu berücksichtigen haben.

Dies ändert allerdings nichts an den grundlegend unterschiedlichen Risikopräferenzen von diversifizierten Aktionären und Management. Die Konsequenzen sind erheblich und gehen weit über die grundlegende Feststellung hinaus, dass das Management im Vergleich mit diversifizierten Aktionären eher risikavers sein wird.

Deutlich zeigt sich dies in der Kontroverse über Entschädigungsmodelle für das Management.²⁸ Leistungsabhängige Entschädigung wird heute als weitgehend selbstverständlicher Teil einer modernen Corporate Governance verstanden.²⁹ Die konkrete Ausgestaltung solcher Modelle allerdings wirft erhebliche Probleme auf. Zielvorgaben sind nicht leicht objektiv zu definieren; ihre Einhaltung im Nachhinein nicht leicht festzustellen.³⁰ Auch in dieser Hinsicht sind

²⁵ Vgl. dazu Martin Ebners Auseinandersetzung mit der Schweizerischen Bankgesellschaft bzgl. Neuausrichtung und Strukturwandel. Wie sich Ebner die SBG wünscht, NZZ vom 30. März 1996, 25; vgl. allgemein zur Shareholder Value Problematik FN 22 und FN 23.

²⁶ Der Begriff „Voting by Feet“ geht auf Tiebout zurück. Vgl. CHARLES M. TIEBOUT, A Pure Theory of Local Expenditures, *The Journal of Political Economy*, 64 (1956), 416-424.

²⁷ Grundsätzlich wird der Wert einer Aktie durch alle abdiskontierten Ausschüttungen in der Zukunft bestimmt (Dividend Discount Modell). Vgl. WOLFGANG DROBETZ, Das Dividend Discount Modell, in: BRUNO GEHRIG/HEINZ ZIMMERMANN (Hrsg.), *Fit for Finance*, 7. Aufl., Zürich 2001, 97. Gem. der Theorie über die Effizienz der Kapitalmärkte widerspiegeln sich alle verfügbaren Information in den Kursen. Vgl. zur Efficient Market Hypothesis: PETER OERTMANN, Lassen sich Aktienkurse prognostizieren?, in: BRUNO GEHRIG/HEINZ ZIMMERMANN (Hrsg.), *Fit for Finance*, 7. Aufl., Zürich 2001, 26; SAMUELSON/NORDHAUS (FN 4), 533 ff.

²⁸ Vgl. zu verschiedenen Entschädigungsmodellen (Bonuszahlungen, Optionen, Aktien): MICHAEL C. JENSEN/KEVIN J. MURPHY, Performance Pay and Top-Management Incentives, *Journal of Political Economy* 98 (1990), 225 ff.

²⁹ Vgl. SCBP (FN 1), Art. 26 Abs. 1.

³⁰ Es ist fraglich wie die Incentives genau ausgestaltet sein sollen. Es ist beispielsweise nicht sicher, inwiefern der Aktienkurs zur Beurteilung der Managementleistung geeignet ist. Vgl. JENSEN/MURPHY (FN 28), 251 ff. Insbesondere ist darauf zu achten, dass die Bezahlung nicht vom Zufall (Rezession oder Konjunktur) abhängt, sondern die effektive Leistung und die Entwick-

wir also mit unvollständigen Verträgen konfrontiert.³¹ Der Zusammenhang zwischen Leistung und Entschädigung wird deshalb immer unscharf sein – mit entsprechenden Konsequenzen für die Motivation des Managements, denn: Entschädigung ohne Leistung korrumpiert, Leistung ohne Entschädigung demotiviert.

Dennoch: im Idealfall sollten leistungsabhängige Entschädigungsmodelle die Interessen des Managements zum Gleichlauf mit denjenigen der Aktionäre bringen.³² Aus der Sicht der Risikopräferenzen allerdings haben sie gerade den gegenteiligen Effekt: Sie verstärken die ohnehin schon grosse Exposition des Managements gegenüber dem firmenspezifischen Risiko und machen es damit tendenziell noch risikoaverser.³³ Wer Risiken übernimmt, die er nicht durch Diversifikation beseitigen kann, verlangt eine Risikoprämie. Im Fall der Managemententschädigung zeigt sich diese Risikoprämie in einem höheren Basisälär oder in einer überproportional höheren Leistungsprämie. Ironischerweise führen leistungsabhängige Entschädigungsprogramme deshalb zuerst einmal zu absolut gesehen höheren Salären.³⁴ Zieht man die bereits erwähnten Schwierigkeiten bei der konkreten Gestaltung und Umsetzung von Entschädigungsmodellen mit in Betracht, so rechtfertigt sich zumindest ein grundlegendes Überdenken des Dogmas der leistungsabhängigen Entschädigung. Geschäftsleitungsmitglieder müssen marktkonform entschädigt werden. Möglicherweise geschieht dies allerdings besser über eine leistungsunabhängige dafür aber periodisch neu ausgehandelte Entlohnung. Jedenfalls aber muss dem fixen Saläranteil wieder ein grösserer Stellenwert zukommen, als dies in den letzten Jahren der Fall war.

Konsequenzen ergeben sich für drei weitere Bereiche:

- *Gesperrte Aktien*³⁵ oder *Optionen*³⁶: Entschädigungsmodelle auf Optionsbasis werden zurzeit kritisch beurteilt³⁷ – gesperrte Aktien dagegen gelten

lung der Gesellschaft im Vergleich zu anderen Wettbewerbern berücksichtigt wird. Gewisse Autoren schlagen vor, Kennzahlen wie den Economic Value Added zu berücksichtigen. Dazu BREALEY/MEYERS (FN 6), 317 ff.; MICHAEL C. JENSEN/KEVIN J. MURPHY, CEO Incentives – it's not how much you pay, but how, Harvard Business Review 1990, 138 ff.; MILGROM/ROBERTS (FN 5), 214 ff.

³¹ Vgl. oben, FN 11.

³² Vgl. MYRON S. SHOLES, Stock and Compensation, The Journal of Finance 46 (1991), 803 ff.; VON DER CRONE (FN 2), 257 f.

³³ Vgl. VON DER CRONE (FN 24), 253 f.; JENSEN/MURPHY (FN 28), 225 ff.

³⁴ Zu Risikokosten und leistungsabhängigen Salären: MILGROM/ROBERTS (FN 5), 187 f., 206 ff.

³⁵ Gesperrte Aktien sind Aktien, die erst zu einem im voraus bestimmten Zeitpunkt verkauft werden können. Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 3), § 3 N 70 f.

³⁶ Eine Option ist das Recht, einen bestimmten Basiswert zu oder bis zu einem bestimmten Zeitpunkt zu einem bestimmten Preis zu kaufen (Call-Option) oder zu verkaufen (Put-Option). Vgl. ZOBL/KRAMER (FN 2), N 566. Optionen bergen aufgrund ihrer Hebelwirkung ein grösseres Risiko als Aktien. Dadurch werden stärkere Anreize gesetzt als mit Aktien im gleichen Wert. Der Preis einer Option kann gem. dem Black-Scholes-Modell berechnet werden und ist abhängig

als Modell der Stunde³⁸. Aus Risikoüberlegungen allerdings sind Optionen den gesperrten Aktien vorzuziehen. Sie leisten bei richtiger Ausgestaltung³⁹ einen grösseren Beitrag zur Abgleichung der Risikopräferenzen des Managements und der Aktionäre als gesperrte Aktien. Modelle mit gesperrten Aktien werden die Aktionäre damit sicher nicht billiger zu stehen kommen als Optionsprogramme.⁴⁰

- *Abgangsentschädigungen*: Ursache für die Risikoaversion des Managements sind die überproportionalen Auswirkungen des Scheiterns auf den Wert des individuellen Humankapitals der Betroffenen. Statt durch eine anfängliche Risikoprämie in der Form eines höheren Salärs lässt sich dieser Effekt gezielt auch durch eine Entschädigungszahlung auffangen, die im Fall eines Stellenverlustes fällig wird. Richtig bemessene Abgangsentschädigungen können also einen positiven Beitrag zum Abgleich der Risikopräferenzen von Aktionären und Management leisten.⁴¹

vom aktuellen Kurs des Basiswertes, dem Ausübungspreis, der Restlaufzeit, der Varianz des Basiswertes und dem risikolosen Zinssatz. Vgl. ROBERT C. MERTON, *Theory of Rational Option Pricing*, *Bell Journal of Economics and Management Science* 4 (1973), 141 ff.; FISCHER BLACK/MYRON SCHOLES, *The Pricing of Options and Corporate Liability*, *The Journal of Political Economy* 81 (1973), 637 ff.; THOMAS KRAUS, *Optionspreisbildung*, in: BRUNO GEHRIG/HEINZ ZIMMERMANN (FN 27), 249 ff.

³⁷ Die Kritik zielt vor allem darauf ab, dass das Verhalten des Managements nicht immer kausal für den Verlauf des Aktienkurses ist, dass das Management nie Geld aus dem eigenen Vermögen einschiessen muss und dass die Kosten der Optionen nicht korrekt als Aufwand verbucht werden. Vgl. Spitzenlohn dank Optionen, *NZZ* vom 22. Februar 2004, 41; JENNIFER N. CARPENTER, *Does Option Compensation Increase Managerial Risk Appetite?*, *The Journal of Finance* 55 (2000), 2311 ff.

³⁸ Microsoft beispielsweise verzichtet neuerdings auf die Ausgabe von Aktienoptionen und gibt stattdessen gesperrte Aktien aus, um die Manager dazu zu bringen, die gleiche Zielsetzung zu verfolgen wie langfristig orientierte Aktionäre, vgl. *Konservativere Microsoft*, *NZZ* vom 10. Juli 2003, 24.

³⁹ Die Art und Weise der Ausgestaltung der Optionen bestimmt, ob die richtigen Anreize gesetzt werden. Grundsätzlich sollte es sich um Call-Optionen handeln, die nicht verkauft, eine lange Laufzeit haben, erst am Ende ausübbar sind und nicht abgesichert werden dürfen. Des weiteren spielt vor allem der Ausübungspreis eine grosse Rolle; dieser kann auf eine gewisse Hürde gelegt, indiziert, nach einer gewissen Zeit angepasst, als Durchschnittspreis einer bestimmten Periode fixiert und es können Dividendenzahlungen integriert werden. Je tiefer der Ausübungspreis ist, umso mehr gleicht die Option einer gesperrten Aktie. Die Anzahl der gewährten Optionen bestimmt die Intensität mit der ein Anreiz gesetzt wird. Vgl. dazu die verschiedenen Vorschläge von AXEL F. A. ADAM-MÜLLER, *Stock Option Plans für das Topmanagement*, in: SIEGWART/MAHARI (Hrsg.) (FN 22), 333 ff.

⁴⁰ Um die gleichen finanziellen Anreize zu setzen, muss ein sehr viel grösserer Betrag in Aktien investiert werden. Bei gleicher Höhe der Gesamtvergütung müsste deshalb ein grösserer Anteil in gesperrten Aktien als in Optionen ausbezahlt werden (vgl. FN 36). Sowohl bei gesperrten Aktien als auch bei Optionen, die tief im Geld sind, besteht das Problem der Risikoaversion des Managements weiterhin, da das Management lieber den Wert bewahrt, als ihn aufs Spiel zu setzen. Vgl. AXEL F. A. ADAM-MÜLLER (FN 39), 347 f.

⁴¹ Vgl. zu goldenen Fallschirmen: MILGROM/ROBERTS (FN 5), 390, 437; M. P. NARAYANAN/ANANT K. SUNDARAM, *A Safe Landing? Golden Parachutes and Corporate Behavior*, University

- *Konglomerate*: Die Risikopräferenzen der Aktionäre und des Managements können schliesslich noch auf einem ganz anderen Weg zur Deckung gebracht werden: durch firmeninterne Diversifikation, durch Zusammenfassung von Unternehmenseinheiten aus unterschiedlichen Branchen. Konglomerate sind in Verruf geraten, weil sie in der Vergangenheit oft wenig transparent und dafür umso schwieriger zu führen waren.⁴² Zudem bringt die Diversifikation den Aktionären auf den ersten Blick keinen Mehrwert, können sie den gleichen Effekt ihrerseits kostenlos durch Investitionen in mehrere statt nur in ein Unternehmen erzielen. Immerhin gibt es durchaus Beispiele von erfolgreichen Konglomeraten.⁴³ Angesichts der Fortschritte auf dem Gebiet der Rechnungslegung und der Management-Informationssysteme sind Konglomerate heute zudem möglicherweise einfacher zu führen, als dies noch vor zehn oder zwanzig Jahren der Fall war.⁴⁴ Konglomerate verdienen möglicherweise also eine positivere Einschätzung, zumindest aber eine unvoreingenommene Neubeurteilung.⁴⁵

III. Fazit

In einer gut funktionierenden Corporate Governance sollten die Risikopräferenzen des Managements zur Deckung mit denjenigen der Aktionäre gebracht werden.⁴⁶ Im Idealfall geschieht dies durch eine zweckmässige Mischung von Komponenten des Salärs und der Abgangsentschädigung, im weniger vorteilhaften Fall durch die Ausrichtung von Salären mit impliziten Risikoprämien. Damit wechselt das Management bildlich gesprochen das Lager: Seine Risikopräferenzen gleichen sich denen der Aktionäre an und entfernen sich von denjenigen der Arbeitnehmer.

of Michigan Business School Working Paper No. 98015, 1998. Zu goldenen Fallschirmen und alternativen Abgangsmassnahmen vgl. auch BEAT BRECHBÜHL, Goldene Fallschirme oder silberne Brücken, SJZ 100 (2004), 32 ff.

⁴² Vgl. dazu die Probleme der südkoreanischen Chaebols (Konglomerate): Halbherzige Unternehmensreformen in Südkorea, NZZ vom 5. September 1998, 25. Vgl. auch zur Forderung vieler Finanzanalysten auf die Kernkompetenzen zu fokussieren: Konglomerate sind passé, NZZ vom 6. Dezember 1999, 28.

⁴³ Beispielsweise General Electric.

⁴⁴ Eine Studie der Boston Consulting Group hat gezeigt, dass es keine wesentlichen Unterschiede gibt zwischen dem Abschneiden bzgl. der Aktienrendite oder Eigenkapitalrendite von Konglomeraten und von fokussierten Unternehmen. Die entscheidenden Erfolgsfaktoren für Konglomerate sind aktives Portfoliomanagement, Business Migration Management und eine intensivere Personalentwicklung. Vgl. Konglomerate als erfolgreiche Organisationen, NZZ vom 5. September 1997, 26.

⁴⁵ Vgl. CONSTANTINOS C. MARKIDES/PETER J. WILLIAMSON, Corporate Diversification and Organizational Structure: a Resource based View, Academy of Management Journal 39 (1996), 340 ff.; JOACHIM FUNK, Wie schaffen diversifizierte Unternehmen Wert?, Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 51 (1999), 759 ff.

⁴⁶ Siehe oben, FN 8 und 32.

Diese Überlegung zeigt, dass Arbeitnehmer dem Konzept des Shareholder Value nicht ohne Grund skeptisch gegenüberstehen: Sicher lässt sich Shareholder Value nicht ohne Humankapital realisieren. Im Konflikt allerdings müssen die Arbeitnehmer damit rechnen, dass die Unternehmenspolitik ein aus ihrer Sicht zu hohes Risiko aufweisen wird. Soll ein effizientes Funktionieren der Volkswirtschaft gewährleistet sein, muss das Eingehen von Risiken erlaubt sein. Anzusetzen ist deshalb nicht bei Risikobeschränkungen, sondern beim Risikoausgleich. Arbeitnehmer sind gegen firmenspezifisches Risiko, insbesondere gegen die Kosten eines unverschuldeten Verlustes des Arbeitsplatzes zu versichern.⁴⁷ Eine Analyse der Corporate Governance vor dem Hintergrund der Risikopräferenzen liefert also gute Argumente beispielsweise für Sozialpläne, welche Umschulungsprogramme bereitstellen und damit die Voraussetzungen für einen Neueinsatz des Humankapitals der betroffenen Arbeitnehmer schaffen.⁴⁸

Aufgrund dieser Überlegungen zeigt sich, dass Risiko ein zentraler Aspekt der Corporate Governance ist und zugleich ein Bereich, in dem von der Zusammenarbeit über Fächergrenzen hinaus besonders viel zu erwarten ist.

⁴⁷ Vgl. WILLIAMSON (FN 11), 270, der darauf hinweist, dass spezialisierte Arbeitnehmer aufgrund ihrer Risiken eine Absicherung oder einen höheren Lohn vom Arbeitgeber verlangen; VON DER CRONE/BEYELER/DÉDEYAN (FN 18), 447 ff.

⁴⁸ Der Arbeitgeber wird dazu von seinen Arbeitnehmern faktisch gezwungen, da sonst die Gefahr der inneren Kündigung besteht. Vgl. MARTIN HELD/HANS G. NUTZINGER, *Geteilte Arbeit und ganzer Mensch – zwei Seiten einer Medaille*, in: HANS G. NUTZINGER/MARTIN HELD (Hrsg.), *Geteilte Arbeit und ganzer Mensch*, Frankfurt a.M./New York 2000, 7 ff.; MICHAEL FRITSCH/THOMAS WEIN/HANS-JÜRGEN EWERS, *Marktversagen und Wirtschaftspolitik*, 3. Aufl., München 1999, 32; VON DER CRONE/BEYELER/DÉDEYAN (FN 18), 463 ff.