

Den «richtig» ausgestalteten Verwaltungsrat gibt es wohl nicht

Eine nüchterne Einschätzung aus wissenschaftlicher Sicht

An Vorschlägen, wie der Verwaltungsrat im Sinne einer guten Corporate Governance ausgestaltet werden sollte, fehlt es in der öffentlichen Debatte kaum. Wissenschaftliche Studien liefern allerdings keine Belege für die Überlegenheit eines bestimmten Verwaltungsrats-Modells.

mb. Seit Unternehmensskandale Anfang des Jahrzehnts die USA und Europa erschüttert haben, reissen die Diskussionen um die Corporate Governance nicht mehr ab. In den USA wurde als Reaktion darauf die Sarbanes-Oxley-Act eingeführt, in vielen europäischen Ländern sind «Codes of Best Practice» ausgearbeitet worden, und in der Schweiz wird gegenwärtig das Aktienrecht revidiert. An Vorschlägen, wie die Führung und Kontrolle von Unternehmen «richtig» ausgestaltet werden sollte, mangelt es in den öffentlichen Debatten dabei nicht. Besonders mit Blick auf die Organisation des Verwaltungsrates hat sich eine Art Konsens herausgebildet, was «gute» Corporate Governance ist. So soll etwa der Verwaltungsratspräsident nach weit verbreiteter Meinung nicht gleichzeitig der CEO eines Unternehmens sein. Halten dieser und andere Vorschläge einer wissenschaftlichen Einschätzung stand?

Personalunion und Performance

Ein interessanter Aspekt an den gegenwärtigen Debatten über die Corporate Governance ist, dass damit ein Thema ins Licht der Öffentlichkeit gerückt wurde, das früher allenfalls einen kleinen Kreis von Praktikern und Akademikern interessierte. Diese haben sich indessen schon seit Jahrzehnten mit dem Thema beschäftigt, und dementsprechend umfangreich ist die wissenschaftliche Literatur. Wenn man diese Literatur zusammenfassend überblickt, dann ergibt sich ein ernüchternder Befund: Den «richtig» ausgestalteten Verwaltungsrat gibt es wohl nicht.

Die Frage, ob eine Personalunion von Verwaltungsratspräsident und CEO die Unternehmensleistung schmälert, ist in zahlreichen Studien untersucht worden. Eine Gruppe um den amerikanischen Betriebswirtschaftler Dan Dalton hat bereits 1998 in einer der angesehensten Fachzeitschriften die Ergebnisse von 54 statistischen Untersuchungen zusammengefasst. Das Fazit: Es lässt sich kein Zusammenhang zwischen Personalunion und Firmenleistung belegen, sowohl in Bezug auf die Aktien-Performance wie auch auf operative Leistungskriterien. Aus volkswirtschaftlicher Sicht hat ein Forscherteam um den Ökonomen Marco Becht diesen Befund in einem neueren und viel beachteten Übersichtsartikel bestätigt. Eine mangelnde «Gewaltentrennung» im Unternehmen scheint aus dieser Sicht zumindest für die Firmen-Performance kein Nachteil zu sein.

Unabhängigkeit ist kein Allheilmittel

Oft wird zur Stärkung des Verwaltungsrates auch vorgeschlagen, dass die Mehrheit der Mitglieder unabhängig sein soll, in dem Sinne, dass sie neben ihrem Mandat keine geschäftlichen oder familiären Beziehungen zum Unternehmen bzw. zur Konzernleitung unterhält. Dieses Element einer

«guten» Corporate Governance ist ebenfalls in zahlreichen Studien untersucht worden. Die beiden erwähnten Übersichtsartikel kommen in dieser Hinsicht zu einem klaren Ergebnis: Die Gleichung «je unabhängiger der Verwaltungsrat, desto besser die Firmenleistung» gilt so nicht. Der Grund für den fehlenden Zusammenhang dürfte ähnlich wie bei der Personalunion darin liegen, dass der Verwaltungsrat immer einem grundsätzlichen Zielkonflikt ausgesetzt ist. Ein starkes, unabhängiges Gremium dürfte zwar das Management besser kontrollieren können, dafür ist aber die vertrauensvolle Zusammenarbeit und der Informationsfluss zwischen Management und Verwaltungsrat weniger ausgeprägt.

Die erwähnten Studien beziehen sich vor allem auf die Situation in den USA, aber ähnliche Ergebnisse sind auch für europäische Länder und die Schweiz gezeigt worden. Eine jüngere Analyse der Ökonomen Markus Schmid und Heinz Zimmermann legt etwa nahe, dass Schweizer Grossfirmen mit und ohne Personalunion im Jahr 2002 keine unterschiedliche Performance aufwiesen. Dasselbe gilt für die anteilmässige Unabhängigkeit des Verwaltungsrates. Die Schweiz, wo besonders die Trennung der Funktionen von Verwaltungsratspräsident und CEO viel ausgeprägter ist als in den USA, scheint bei den entsprechenden Auswirkungen auf die Firmenleistung kein Sonderfall zu sein.

Die Mischung zählt

Wie lassen sich diese ernüchternden Resultate einordnen, gerade angesichts der Tatsache, dass die klare Gewaltentrennung in Verwaltungsräten heute so nachdrücklich gefordert wird? Zum einen kann argumentiert werden, dass die Firmenleistung nicht den einzigen wichtigen Aspekt der Corporate Governance darstellt. Wenn etwa eine Ämtertrennung die Performance einer Firma zumindest nicht negativ beeinflusst, kann immer noch aufgrund grundsätzlicher Überlegungen gefordert werden, dass eine Gewaltentrennung wünschbar ist. Zum anderen deuten die Resultate aber auch darauf hin, dass die Ausgestaltung des Verwaltungsrates bei weitem nicht der einzige und wohl auch nicht der wichtigste Aspekt einer «guten» Corporate Governance ist.

Die Studie von Schmid und Zimmermann zeigt dies etwa für die Schweiz. Der problematische Einfluss einer Personalunion wird in der hiesigen Praxis oft dadurch aufgefangen, dass ein Grossaktionär mit starken Kontrollanreizen auf der Eigentümerseite vorhanden ist oder dass die Konzernleitung über Aktienentlohnungs-Programme stärker am Unternehmenserfolg partizipiert. Der Blick sollte sich folglich auf verschiedene Elemente der Corporate Governance und auf ihr Zusammenspiel richten. Eine Personalunion ist in dieser Sicht vor allem bei Grosskonzernen mit einem breit gestreuten Aktionariat problematisch, während die fehlende Gewaltentrennung bei kleineren Unternehmen mit aktiven Grossaktionären weniger heikel erscheint.

Aktionärsrechte stärken

Insgesamt gelingt es aber offenbar vielen Firmen, die «richtige» Mischung der verschiedenen Governance-Elemente zu finden (deshalb zeigt sich,

isoliert betrachtet, auch kein systematischer Zusammenhang zwischen Verwaltungsrats-Organisation und Firmen-Performance). Dieser Befund mag versöhnlich stimmen. Er bedeutet umgekehrt allerdings nicht, dass es keinerlei Raum für Verbesserungsmöglichkeiten in der Corporate Governance gäbe. Die Stossrichtung sollte dabei aber weniger der Suche nach der einzig «richtigen» Verwaltungsrats-Organisation oder nach der «richtigen» Leistungsentlohnung gelten (auch wenn diese Fragen in der Praxis wichtig bleiben werden). Vielmehr besteht eine Alternative darin, den Firmeneigentümern grössere Möglichkeiten zu geben, die Corporate Governance nach ihren Wünschen und Interessen auszugestalten.

Als illustratives Beispiel kann dabei die Art und Weise dienen, wie heute Verwaltungsräte nominiert und ausgewählt werden. Der Schreiber hat zusammen mit Bruno S. Frey darauf hingewiesen, dass Verwaltungsratswahlen in kapitalistischen Firmen oft an «Wahlen» in kommunistischen Staaten erinnern: Es gibt kaum je Auswahl zwischen verschiedenen Kandidaten, pro frei werdenden Sitz wird vom Verwaltungsrat genau eine Person vorgeschlagen. Offene Wahlen, wie sie in Demokratien üblich sind, könnten den Aktionären bessere Möglichkeiten geben, den Verwaltungsrat und die Corporate Governance in ihrem Interesse zu gestalten.

Dalton, D. et al. (1998): Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance, in: *Strategic Management Journal*, 19. Jg., S. 269–290.

Becht, M.; Bolton, P.; Röell, A. (2002): Corporate Governance and Corporate Control. ECGI Working Paper Series in Finance 02/2002.

Schmid, M.; Zimmermann, H. (2007): Should Chairman and CEO Be Separated? Leadership Structure and Firm Performance in Switzerland, in: *Schmalenbach Business Review*, im Erscheinen.

Benz, M.; Frey, B. (2007): Was kann die Corporate Governance in der Schweiz von der Public Governance lernen? In: *Die Unternehmung*, 61. Jg., S. 295–308.