



Center for Research in Economics, Management and the Arts

## Was macht die Schweiz stark?

Margit Osterloh und Hossam Zeitoun

Das Magazin, Nr. 42, Oktober 2013, S. 20-23

Beiträge zur aktuellen Wirtschaftspolitik No. 2013-38

CREMA Südstrasse 11 CH - 8008 Zürich [www.crema-research.ch](http://www.crema-research.ch)

# WAS MACHT DIE SCHWEIZ STARK?



Die Eigentümer von Unternehmen sollen mehr Rechte bekommen. Dabei ist die Schweizer Wirtschaft gerade deshalb so erfolgreich, weil die Aktionäre ihre Macht teilen müssen.

Text MARGIT OSTERLOH & HOSSAM ZEITOUN  
Illustration GOLDEN COSMOS

Wem gehört eine Kapitalgesellschaft, und wer sollte demzufolge das Sagen in solch einer Unternehmung haben? Nach landläufiger Meinung sind dies die Aktionäre. Die mit überwältigender Mehrheit vom Schweizer Volk angenommene Abzockerinitiative will deshalb die Aktionärsrechte gegenüber dem Verwaltungsrat stärken und auf diese Weise die exorbitanten Managementlöhne in den Griff bekommen. Der Verwaltungsrat – so diese Sichtweise – sollte seine Entscheidungsrechte als Vollstrecker des Aktionärswillens ausüben. Als verlängerter Arm der Aktionäre soll er das Management führen und überwachen. Gemäss der Abzockerinitiative sorgt die jährliche Wahl der Verwaltungsratsmitglieder dafür, dass die Aktionäre gegenüber dem Verwaltungsrat gestärkt werden.

Hat sich die Leitidee der Maximierung des Shareholder-Value also beim Volk durchgesetzt? Gemäss einer Vox-Analyse vom April 2013 wollten nur drei Prozent der Befürworter der Abzockerinitiative die Aktionärsrechte explizit stärken, obwohl dies der Gegenstand der Initiative war. Die überwiegende Mehrheit der Stimmbürger wollte mit ihrer Stimme ein ganz anderes Ziel verfolgen, nämlich Bonusexzesse verhindern und überzogene Managementsaläre begrenzen. Dieses Ziel dürfte verfehlt werden. Zum einen ist es zweifelhaft, ob die Stärkung der Aktionärsdemokratie nachhaltige Lohnsenkungen in den Chefetagen bewirken wird. Zum anderen stellen sich grundsätzlichere Fragen: Führt die Shareholder-Value-Orientierung wirklich zur Mehrung des Wohlstands und des Wohlergehens der Schweizer Bürgerinnen und Bürger, zur Vermeidung von Bankenskandalen und zur Sicherung von Arbeitsplätzen? Oder gäbe es, um diese Zwecke zu erreichen, gute Gründe für eine Stärkung der Rechte des Verwaltungsrats gegenüber dem Aktionariat? Es gibt gute Gründe zu befürchten, dass die Abzockervorlage genau das Gegenteil dessen bewirken wird, was die Stimmbürger mit der Annahme der Initiative erreichen wollten.

## Nicht nur Aktionäre tragen Risiken

Zunächst einmal sprechen rechtliche Fakten gegen die Vorstellung, dass die Kapitalgesellschaft den Aktionären gehört. Aktionäre besitzen nicht die Unternehmung, sondern nur ein Wertpapier – die Aktie –, welches eng umgrenzte Rechte gewährt. Die Aktiengesellschaft gehört sozusagen sich selber. Sie ist eine juristische Person und tritt als eigene Rechtspersönlichkeit auf. Die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der UBS haben keinen Vertrag mit irgendeinem Aktionär, auch nicht mit Axel Weber als dem Präsidenten des Verwaltungsrats, sondern mit der rechtlichen Einheit UBS AG. Diese hat eigene Ziele, die mit denjenigen einzelner Aktionäre mehr oder weniger übereinstimmen können: Institutionelle Grossaktionäre haben andere Interessen als kleine Anleger, Mitarbeiteraktionäre sehen ihr Engagement anders als Hedgefonds. Selbst Familienaktionäre ziehen nicht immer am selben Strang.

Die Unternehmung ist nicht nur eine eigene, von den Aktionären unabhängige Rechtspersönlichkeit, sie ist auch eine wirtschaftlich eigenständige Einheit. Sie erwirtschaftet ihren Gewinn

aus der kooperativen Zusammenarbeit unterschiedlicher Beteiligter, etwa der Mitarbeitenden, Lieferanten und Kapitalgeber. Wie bei jeder guten Zusammenarbeit ist der gemeinsam erzeugte Mehrwert grösser als die Summe individueller Einzelbeiträge. Zugleich machen sich die Beteiligten voneinander abhängig. Der Mehrwert der Zusammenarbeit oder der Unternehmensertrag kann nicht ohne weiteres den einzelnen Mitarbeitern, Lieferanten oder Kapitalgebern zugerechnet werden. Gehört er den Aktionären allein? Oder sollte er auch an die anderen Beteiligten verteilt werden?

Vertreter der Shareholder-Value-Maximierung rechtfertigen den alleinigen Anspruch der Aktionäre auf den Unternehmensertrag mit folgender Überlegung: Mit Ausnahme der Aktionäre können alle an der Zusammenarbeit Beteiligten klar definierte Verträge über ihre Leistungen und Gegenleistungen schliessen und so vorab ihren Anteil am gemeinsam erwirtschafteten Wert sichern: Die Mitarbeitenden erhalten vertraglich vereinbarte Löhne, die Kunden und Lieferanten schliessen Kauf- und Verkaufsverträge ab, die Fremdkapitalgeber werden durch Zinsen entschädigt. Nur die Aktionäre haben keine festen Ansprüche, sondern erhalten im nachhinein den Ertrag, der nach Abzug aller anderen Ansprüche übrig bleibt. Daraus wird abgeleitet, dass die Aktionäre die alleinigen Berechtigten sind, die über Wohl und Wehe der Unternehmung entscheiden dürfen, weil sie allein das unternehmerische Risiko tragen. Der Verwaltungsrat muss ausschliesslich in ihrem Interesse handeln und ist dabei von den Mehrheitsverhältnissen im Aktionariat abhängig. Diese Vorstellung vom Primat der Aktionäre liefert die Begründung für eine Aktionärsdemokratie, welche ausser den Aktionären keinen anderen Anspruchsgruppen ein Mitentscheidungsrecht über das Unternehmen zubilligt. Auch die Abzockerinitiative folgt dieser Logik.

Eine solche Begründung des Primats der Aktionäre ist allerdings nach dem heutigen Erkenntnisstand der Managementtheorie wenig überzeugend. Erstens passt sie nicht zum Schweizer Obligationenrecht, in welchem es in Paragraph 717 IV heisst, dass die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung «die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen wahren» müssen. Wohlgermerkt: die Interessen «der Gesellschaft», nicht die Interessen der Aktionäre. ▸

Zweitens widerspricht die Vorstellung, dass alle Anspruchsgruppen mit Ausnahme der Aktionäre ihre Ansprüche vertraglich absichern könnten, der Realität moderner Unternehmen, die sich im globalen Wettbewerb behaupten müssen. Nicht nur die Aktionäre – hier liegt der fundamentale Irrtum des Shareholder-Value-Modells – tragen Risiken, die sich nicht absichern lassen. Vielmehr ist dies auch bei anderen Leistungsträgern der Fall, welche unabdingbar sind für den Erfolg eines Unternehmens. Dies gilt in ganz besonderem Masse für exportorientierte Firmen mit hoher Wertschöpfung, die für die Schweizer Volkswirtschaft eine entscheidende Rolle spielen.

Erfolgreiche Schweizer Unternehmen bieten wissensintensive Produkte und Dienstleistungen an, die das Ergebnis zahlreicher enger Wissenskooperationen sind. Diese Wissenskooperationen sind Teamleistungen, bei denen Investitionen in



THE INNOVATORS OF COMFORT™

## Stressless® Home Office

Wir präsentieren Ihnen jetzt mit Stressless® Home Office den ersten Bürosessel, in dem sich Ihr Körper bereits erholt, während Ihr Kopf noch arbeitet. Egal, wo Sie arbeiten. Wählen Sie Ihren Stressless® Home Office passend zum Wohnstil aus 12 Modellen aus und nutzen Sie Effizienz in ihrer komfortabelsten Form.

Nur echt mit der Stressless® Marke!

Weltneuheit:  
Jetzt in Ihrem  
Stressless®  
Studio



EKORNES

Original Stressless® Bequemsessel und -sofas – nur im ausgewählten Fachhandel | [www.stressless.ch](http://www.stressless.ch)

Finanzkapital, Humankapital und Sozialkapital zusammenwirken. Sie erzeugen Ressourcen, die schwer imitierbar sind und der Schweiz auch in Zeiten eines hohen Frankenkurses zu hohen Exporten bei guten Preisen verhelfen. Es sind diese Teamleistungen, die den Kern der Schweizer Wettbewerbsfähigkeit bilden. Ressourcen sind umso schwerer zu imitieren, je mehr sie auf firmenspezifischem Wissen beruhen. Dieses kann nur eingeschränkt vertraglich formal vorab abgesichert und auf Märkten gehandelt werden – genau darin liegt die Quelle des schwer zu imitierenden Wettbewerbsvorteils. Die formale Absicherung ist aber die Grundlage der Theorie vom Primat der Aktionäre!

Wie falsch diese Vorstellung ist, wird am firmenspezifischen Human- und Sozialkapital der Mitarbeitenden deutlich. Wird ihnen nach langer Betriebszugehörigkeit gekündigt, gehen ihre firmenspezifischen Investitionen verloren. Mitarbeitende können ihr Wissen und ihre guten Beziehungen nur eingeschränkt auf ein neues Unternehmen übertragen. Man denke an den Erfahrungs- und Beziehungsschatz eines 55-jährigen Facharbeiters, der jahrelang in der gleichen Unternehmung gearbeitet hat. Wird er entlassen, findet er nur schwer eine neue Stelle und läuft Gefahr, weniger zu verdienen, weil sein firmenspezifisches Wissen ausserhalb seiner alten Firma weniger wert ist. Hätte er ausschliesslich in sein generelles Wissen investiert, könnte er sein Wissen auch nach seiner Entlassung auf dem Markt besser verwerten. Mit generellem Wissen erzielt das Unternehmen aber weniger langfristige Wettbewerbsvorteile, weil dieses leichter imitierbar ist. Will man also Mitarbeitende und andere Anspruchsgruppen dazu ermutigen, zum Vorteil des Unternehmens in schwer imitierbares firmenspezifisches Wissen zu investieren, dann tragen sie – wie die Aktionäre – ein hohes Risiko, welches durch Verträge im Vorhinein nur unzureichend abgesichert werden kann. Die Übernahme dieses Risikos gibt ihnen einen Anspruch – so die heute die Managementtheorie dominierende Sichtweise –, an den Entscheidungen im Unternehmen beteiligt zu werden, sowie einen Anspruch auf einen fairen Anteil am Ertrag.

### Der Verwaltungsrat als Treuhänder

Was heisst das für die Stellung des Verwaltungsrats gegenüber den Aktionären? Wenn Mitarbeitende und andere Anspruchsgruppen ebenso wie Aktionäre dazu veranlasst werden sollen, in das langfristige Wohlergehen der Unternehmung zu investieren, um den gemeinsamen Mehrwert zu vergrössern, dann folgt daraus: Der Verwaltungsrat ist nicht mehr bloss der verlängerte Arm der Aktionäre. Vielmehr muss er erstens auch für diejenigen Sorge tragen, die im Interesse des Unternehmens in firmenspezifisches Human- und Sozialkapital investiert haben. Zweitens muss er einen Ausgleich der unterschiedlichen Interessen herbeiführen. Der Verwaltungsrat ist damit Vertreter der Unternehmung als Ganzes, d.h. einer rechtlich und wirtschaftlich eigenständigen Einheit. Diese Rolle des Verwaltungsrats war früher oft selbstverständlich, wurde aber in letzter Zeit vom Shareholder-Value-Denken verdrängt.

Für eine solche Rolle des Verwaltungsrats gibt es grundsätzlich zwei Modelle. Zum einen können die Anspruchsgruppen durch Einsitz im Verwaltungsrat ihre Interessen direkt vertreten, wie es bereits 1992 der Management-Guru Michael Porter vorgeschlagen hat. Dieses Modell ist ansatzweise in vielen Ländern Europas gesetzlich vorgegeben, z.B. in Dänemark, Holland, Deutschland, Österreich oder Schweden. Interessanterweise sind alle diese Länder verhältnismässig gut durch die Finanzmarktkrise gekommen.

Zwar hat das Modell einen Nachteil: Die unterschiedlichen Interessen im Verwaltungsrat verlangsamten den Entscheidungsprozess. Aber dem steht ein beträchtlicher Vorteil gegenüber: Es fliessen viele Gesichtspunkte ein, die sonst möglicherweise der «professionellen Blindheit» abgeschotteter Verwaltungsräte zum Opfer gefallen wären. So erregten kürzlich mehrere multinationale Unternehmen wie Amazon und Starbucks in Grossbritannien die Gemüter, weil sie durch die legale Anwendung von Transferpreisen ihre Steuern massiv verringert oder sogar gänzlich vermieden haben. Der Reputationsschaden war riesig. Hätten im Verwaltungsrat verschiedene Anspruchsgruppen eine Stimme gehabt, wäre vermutlich rechtzeitig vor solchem Verhalten gewarnt worden.

Das zweite Modell besteht darin, dass der Verwaltungsrat die Interessen der Anspruchsgruppen in treuhänderischer Weise schützt. Dieses Modell passt gut zum Schweizer Obligationenrecht. Darin wird der Verwaltungsrat – wie erwähnt – beauftragt, «die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen» zu wahren. Dies kann als Verpflichtung verstanden werden, die Interessen unterschiedlicher Anspruchsgruppen im langfristigen Interesse der Unternehmung zu berücksichtigen und gegeneinander abzuwägen. Trotz der überbordenden Shareholder-Value-Rhetorik ist eine solche treuhänderische Verhaltensweise in der Schweiz gar nicht so selten. Der Schweizer Taschenmesserproduzent Victorinox steht stellvertretend für viele Unternehmen: Nach den Anschlägen im September 2001 brach der Umsatz um rund 30 Prozent ein. Dies aufgrund verschärfter Sicherheitsbestimmungen im Flugverkehr. Der Verwaltungsrat beschloss, dennoch keine Mitarbeitenden aus wirtschaftlichen Gründen zu entlassen. Die schwierigen Zeiten wurden mit finanziellen Reserven überbrückt. Gleichzeitig wurden neue Produkte entwickelt, mit denen der Umsatz wieder angekurbelt werden konnte.

Das Treuhändermodell, das in der Schweiz in vielen Unternehmen faktisch praktiziert wird, gerät nun mit der Abzockerinitiative unter Druck. Mehr «Aktionärsdemokratie» ist jedoch der falsche Weg. Statt weniger bräuchte es mehr Verantwortung für den Verwaltungsrat. Dies muss allerdings mit Massnahmen verknüpft werden, welche die Verantwortlichkeit für das gesamte Unternehmen stärkt. Der Verwaltungsrat muss erstens von den Aktionären hinreichend unabhängig sein, damit er die 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 am Aktionärerfolg orientiert sind. Dies würde ihre Neutralität zerstören. Sie müssen ein fixes Gehalt haben. Durch solche Massnahmen würden die Aktionäre zwar ihre Macht beschränken, aber den langfristigen Erfolg der Unternehmung als Ganzes fördern. Wie Odysseus bei den Sirenen würden sie sich selber fesseln um des nachhaltigen Erfolgs ihrer Unternehmung und der Schweizer Wirtschaft willen. •

MARGIT OSTERLOH ist emeritierte Professorin am Institut für Betriebswirtschaftslehre der Universität Zürich und unterrichtet zurzeit an der Zeppelin Universität in Friedrichshafen. [margit.osterloh@business.uzh.ch](mailto:margit.osterloh@business.uzh.ch)

HOSSAM ZEITOUN forscht als Visiting Fellow an der University of Warwick. [hossam.zeitoun@associate.wbs.ac.uk](mailto:hossam.zeitoun@associate.wbs.ac.uk)

GOLDEN COSMOS: Doris Freigofas und Daniel Dolz leben in Berlin. [www.golden-cosmos.com](http://www.golden-cosmos.com)



Ich möchte mir ein Bild von Ihnen machen

Die grosse Leidenschaft von Richard Vennen ist das Fotografieren – wäre er nicht Gleitsichtbrillen-Experte geworden, dann ganz bestimmt Fotograf. Warum er doch Augenoptiker wurde? «An meinem Beruf fasziniert mich besonders der Umgang mit Menschen, etwas zu bewegen und ein Problem lösen zu können.»

Vom Sehen bis zum Aussehen – bei Kochoptik werden Sie immer von Spezialisten bedient. Richard Vennen ist einer von ihnen. Wenn Sie also eine perfekt abgestimmte Gleitsichtbrille wünschen und sich absolut kompetent beraten lassen möchten, dann sind Sie bei uns genau richtig.

**KOCH**  
OPTIK  
MEINE SEHLÖSUNG

[www.kochoptik.ch](http://www.kochoptik.ch)  
Gratisnummer 0800 33 33 10