
15. Münchner Management Kolloquium

München, 04.03.2008

- Prof. Dr. Dieter H. Vogel -

Corporate Governance als Erfolgsfaktor

CG-Kodex

In der gängigen Definition beschreibt Corporate Governance die rechtsnahen Mechanismen börsennotierter Aktiengesellschaften zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung. So etwas kann man kodifizieren, wie Deutschland das seit 2002 mit dem CG-Kodex getan hat. Es ist ein braves, lobenswertes Unterfangen, ohnehin vorhandene gesetzliche Vorschriften für den schnellen Leser zusammenzufassen und darüber hinaus einige nicht bindende Empfehlungen über das zu geben, was die Verfasser für Standards guter Unternehmensführung halten.

Was aber nicht schadet, ist noch lange kein Erfolgsfaktor. Fragen wir also konkreter. Ist diese Art von Regelwerk ein Erfolgsfaktor für Deutschland? Fördert es die Neigung von Investoren, in deutsche börsennotierte Unternehmen zu investieren? Ich denke Nein!

In seinem gerade herausgekommenen CG-Report 2007 stellt Heidrick & Struggles fest, dass Deutschland im CG-Rating weiter zurückgefallen ist (wie die Jahre zuvor auch schon) und in Europa den letzten Platz einnimmt. Trotz ständig neuer Anpassungen des CG-Kodex.

So hat Deutschland die niedrigste Frequenz von Board Meetings (4,4 p. a. bei einem europäischen Durchschnitt von 8,7), die bei weitem größte Zahl von Board-Mitgliedern (19,1 bei einem europäischen Durchschnitt von 12,8) und die geringste Internationalisierung (7,3 % bei einem europäischen Durchschnitt von 18 %). Hinzu kommt: Der CG-Kodex klammert das deutsche Tabuthema Mitbestimmung aus.

Ein Thema, das für viele negative Wertungen ursächlich ist: Für die Größe der Aufsichtsräte, ihre mangelnde Internationalisierung, ihre geringere fachliche Qualifikation, ihre mangelhafte Interessenunabhängigkeit, ihre unterentwickelte Diskussionsintensität, ihren niedrigen Strategiebeitrag. Hinzu kommen die deutsche Praxis von Erbhöfen auf der Anteilseignerseite und die zunehmende Normalität des Übergangs von Vorstandsvorsitzenden auf den Stuhl des AR-Vorsitzenden.

Der ebenfalls druckfrische Korn/Ferry-Report (dort wurden 1.000 Board-Mitglieder befragt) kommt praktisch zu gleichen Ergebnissen und fasst für Deutschland zusammen: Der CG-Kodex macht die Board-Arbeit nicht besser sondern allenfalls vorsichtiger.

All das entspricht nach meiner Erfahrung der breiten Meinung internationaler Investoren. Die kritische Haltung gegenüber CG in Deutschland konzentriert sich auf drei Dinge:

1. auf den legalistischen Ansatz von CG, anstelle eines unternehmerischen Ansatzes,
2. auf die geringe Beachtung der Soll-Regeln in der Praxis und
3. immer wieder auf die Mitbestimmung im Aufsichtsrat.

1. Legalistischer vs. unternehmerischer Ansatz:

Eine Führungskraft kann eine unternehmerische Rendite jenseits der Sparbuchzinsen nicht erbringen, wenn sie einen im Detail vorgegebenen Regelungsrahmen lediglich ausfüllt. Sie muss vielmehr Spielräume schaffen oder wenigstens sehen und diese planmäßig, manchmal auch situativ nutzen. Das Handeln erfolgreichen Managements vollzieht sich zwischen Regelbefolgung, Regelfreiheit und der Schaffung eigener Regeln. Man kann es auch kurz fassen: Der CGK behandelt Kontrahierbares. Unternehmerischer Erfolg ist aber nicht kontrahierbar.

Das größte Manko deutscher Aufsichtsräte ist darum ihr mangelnder Beitrag für die Wertentwicklung des Unternehmens. Ein deutscher AR ist ein Kontrollorgan, das Berichte entgegennimmt (nach Meinung internationaler Investoren und auch nach meiner Meinung) und Bestellungen oder Abberufungen absegnet. Der AR sollte aber ein Inspirator, ein Herausforderer des Vorstands sein.

Der Versuch, vor allem anderen nur keine Fehler zu machen, hat zu einer Spezies von Vorständen und Aufsichtsräten geführt, die sich ganz wesentlich mit Fehlervermeidung und der Einhaltung von Vorschriften beschäftigen. Anwälte sind ständige Gäste in AR-Sitzungen. Vorstandsvorlagen sind häufig mit rechtlichen Gutachten unterlegt. Manchmal hat man den Eindruck, dass bei Entscheidungen die Einhaltung der Formalien wichtiger ist, als deren geschäftlicher Inhalt.

2. Geringe Beachtung der Soll-Regeln:

In den AR gehören qualifizierte unabhängige Leute und solche, die Zeit haben. Keine Mitglieder des früheren Managements und schon gar keine ARVs, die vorher Vorstandsvorsitzende im gleichen Unternehmen waren.

Noch schlimmer sind die Erbhofregeln der Dax-Gesellschaften, wonach Sitze in diesen Gesellschaften bestimmten anderen Dax-Unternehmen vorbehalten sind. Das wirkt wie ein Generationsvertrag. Scheidet ein AR-Mitglied aus, rückt automatisch ein neues AR-Mitglied aus dessen Unternehmen nach. Das hat nun wirklich mit der Auswahl der Besten und dem Anspruch auf Unabhängigkeit nichts mehr zu tun.

Das schlechte Ranking Deutschlands in Sachen CG hängt stark mit solchen gelebten Unzulänglichkeiten jenseits des schönen Textes des Kodex zusammen.

Oder nehmen wir das Thema Vorstandseinkommen. Der Kodex und auch die öffentliche Diskussion ereifern sich über die Frage, in welchem Detaillierungsgrad Vorstandseinkünfte anzugeben sind, mit der Konsequenz, dass mit zunehmendem Detaillierungsgrad die Einkünfte drastisch steigen. Die – wie sie meinten – Unterbezahlten hatten nämlich plötzlich die beste Argumentation für ihren eigenen Nachholbedarf.

Der eigentliche Sinn der Kodifizierung des Themas ist in den Hintergrund geraten: Den Aufsichtsräten die moralische Verpflichtung

aufzuerlegen, Vorstandseinkommen angemessen zu gestalten, Auswüchse zu verhindern und variable Einkünfte zu vereinbaren, bei denen Vorstände nicht nur gewinnen sondern auch verlieren können.

Einkommen durch die Hauptversammlung festlegen lassen? Dieser idealistische Ansatz von Aktionärsdemokratie ist eine Illusion. In Publikumsgesellschaften wechseln die Aktien drei-, viermal im Jahr den Eigentümer.

Wer anlässlich der Hauptversammlung gerade Eigentümer ist, ist Zufall. Hierzu kommt, dass die Interessenlagen von Anlegern völlig divergieren. Hedgefonds, Daytrader, Short-Seller wollen kurzfristigen Erfolg und neigen wohl zu sehr hohen erfolgsabhängigen Vergütungen. Langzeitinvestoren wollen eher eine ausgewogene Bezahlung mit fixen Elementen und variablen Bezügen, u. a. solchen, die die Nachhaltigkeit der Ergebnisentwicklung wiedergeben. Belegschaftsaktionäre, andere Kleinaktionäre, Arbitrageure, Stiftungen usw.: Jeder hat seine eigenen Vorstellungen in diesem diffusen Spektrum.

Das einzig Konstante ist der Aufsichtsrat und der sollte für die Einkommen der Vorstände verantwortlich bleiben, mit dem notwendigen Augenmaß, das mir in den letzten Jahren verloren gegangen scheint.

3. Mitbestimmung:

Die Mitbestimmung ist eines der großen Tabuthemen in Deutschland. Die Haltung nahezu aller deutschen Unternehmer und Manager dazu in der Öffentlichkeit ist opportunistisch. „Wir haben gelernt, damit umzugehen; die Mitbestimmung hilft uns, Konflikte zu entschärfen“, lauten die gängigen Kommentare. An die positive Wirkung der Mitbestimmung im AR glaubt außer uns niemand in der Welt. Kein Land, ob konservativ oder sozialistisch, liberal oder kommunistisch regiert, hat dieses deutsche Konstrukt in den 30 Jahren seines Bestehens für sich übernommen.

Der Aufsichtsrat ist nun einmal die Vertretung der Eigentümer. Gerade bei börsennotierten Aktiengesellschaften ist er die stabile Vertretung des Eigenkapitals, unabhängig von den ständig wechselnden Eigentümern dieses Eigenkapitals. In Privat-Unternehmen dagegen sind die Eigentümer meist selbst im Aufsichtsrat vertreten, neben unabhängigen Persönlichkeiten, deren geschäftlicher Rat geschätzt wird. Dass Eigentümer das Kontrollgremium über ihr Eigentum nur zu 50 % besetzen dürfen, den Rest erledigen Betriebsräte und außen stehende Funktionäre, das leuchtet außer uns Deutschen niemandem ein.

Über alle anderen Formen von Eigentum darf ein Eigentümer ganz selbstverständlich allein verfügen, über unternehmerisches Eigentum aber nur zur Hälfte. Eindeutig ein Wettbewerbsnachteil für Deutschland.

Zur Höhe der Einkommen:

In unserem Land herrscht eine völlige Fehleinschätzung der Bedeutung der Leistungsträger der Wirtschaft für die Gesellschaft. Das gipfelt darin, unternehmerische Leistungen mit einem Vielfachen eines Hilfsarbeiters begrenzen zu wollen und andererseits Sportlern oder Fotomodellen gegenüber völlig kritiklos zu sein.

Zur Offenlegung der Vorstandsgehälter:

Es gab nicht wenige, dazu gehöre ich, die davor gewarnt haben, dass die Offenlegung der Vorstandseinkünfte zu der drastischen Erhöhung führen werde. Genau das ist eingetroffen, weil die – wie sie meinten – Unterbezahlten nun die beste Argumentation ihres Nachholbedarfs hatten. Würde man die Festsetzung der Einkommen an die HV übertragen, prophezeie ich den nächsten gewaltigen Schub.

Zur Frage einer geeigneten Struktur von Vorstandsbezügen:

Neben dem Fixeinkommen bietet sich eine Kombination von Kurz- und Langfristantiemen an :

- a) Eine Tantieme, die abhängig ist von operativen und strategischen Zielvorgaben für ein Geschäftsjahr oder von der Wertentwicklung des Unternehmens über den Kapitalisierungszinsfuß hinaus, dem sog. Economic Value added. Diese Methode gefällt mir am besten.
- b) Eine Langfrist-Komponente, die z. B. nach jeweils drei Jahren abgerechnet wird. Aktienoptionen sind denkbar schlechte Instrumente

dafür. Vorstände können dabei nichts verlieren sondern nur gewinnen. Ganz im Gegensatz zum Aktionär. Eine brauchbare Form ist die Verpflichtung der Vorstände, ihren Bonus unmittelbar zum Kauf von Aktien zu verwenden, die sie drei Jahre halten müssen, das Ganze durch einen Cap nach oben begrenzt.