



WEGELIN & Co.

PRIVATBANKIERS SEIT 1741

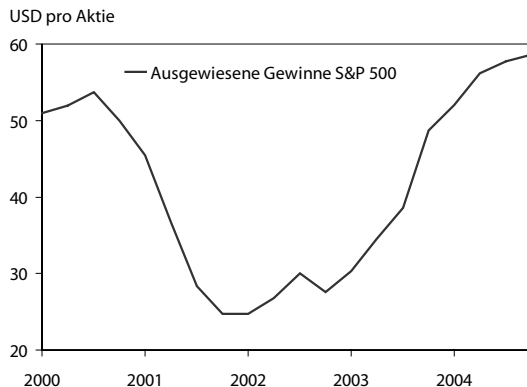
Anlagekommentar Nr. 233 vom 17. Januar 2005

Keimfreie Schweine. Ein Beitrag zu „Corporate Governance“

1. Hausaufgaben erledigt, aber...

Es steht ausser Zweifel, dass sich die allgemeine Verfassung der Unternehmungen in den letzten Jahren deutlich verbessert hat. Äusserlich ist dies zunächst einmal sichtbar an der Höhe der ausgewiesenen Gewinne. Die Ergebnisse steigen seit der massiven Korrektur zwischen 2000 und 2002 wieder kontinuierlich an und liegen heute über dem Niveau am Ende der Neunzigerjahre des letzten Jahrhunderts. Die untenstehende Grafik zeigt die Zahlen für den relativ breit gefassten amerikanischen Index S&P 500, wobei es sich um die ausgewiesenen Gewinne (pro Aktie) der betroffenen US-Firmen handelt. Cum grano salis dürften die Verhältnisse für die Industrienationen generell gelten.

Es wurde aufgeräumt



Quelle: Standard & Poor's; eigene Darstellung

Interessant ist, diese Entwicklung in Vergleich zu setzen mit den Bemühungen der Unternehmungen, ihre Struktur in Ordnung zu bringen. Im gleichen Zeitraum zwischen 2001 und heute stiegen die Ausgaben für ausserordentliche Positionen zunächst massiv an, um sich bis heute wieder auf ein mehr oder weniger normales Niveau zurückzubilden. Ausserordentliche Positionen: Das sind Abschreibungen nicht mehr gerechtfertigten Goodwills, Verkäufe von verlustbringenden Unternehmensteilen – oft solchen, die kurz zuvor

gerade noch (teuer) akquiriert worden waren – oder auch die Einstellung von fragwürdig gewordenen Betätigungen. Der Anteil des Finanzergebnisses am Gesamtergebnis dürfte sich bei den Industrieunternehmungen im Gleichschritt reduziert haben. Zunächst einmal, weil die Finanzmärkte in diesem Zeitraum ohnehin eher negative Renditen produzierten, dann aber auch, weil nach diesen bitteren Erfahrungen der Hunger von Unternehmensleitungen auf Finanzmarktrisiken zurückgegangen ist. Trotz den aufgrund der Zinssituation extrem tiefen Fremdfinanzierungskosten erhöhte sich die Verschuldung des Unternehmenssektors nach den grossen Bilanzbereinigungen praktisch nicht. Man kann also ohne jede Übertreibung feststellen: Der produzierende Wirtschaft geht es im Vergleich zur Zeit vor der Finanzmarktkrise von 2001 bis 2003 deutlich besser. Die Qualität der Unternehmensergebnisse ist klar gestiegen, die Abhängigkeit von den Finanzerträgen hat sich reduziert, die Verschuldung des Unternehmenssektors hält sich insgesamt im Rahmen des Normalen und Vernünftigen.

Nicht, dass dies ohne schmerzhaft Eingriffe und Phasen möglich geworden wäre. Schmerzhaft zunächst für viele Arbeitnehmer, die ihre Stelle verloren, weil die Produktion an andere, billigere Standorte ausgelagert wurde. Schmerzhaft auch für ganze Wirtschaftsstandorte, weil diese Auslagerungen halbe Regionen um ihre herkömmliche Wirtschaftsstruktur bringt. Betroffen sind ja nicht nur die auslagernden Firmen selbst, sondern auch und vor allem die Zulieferer. Nicht nur Arbeitsplätze gingen und gehen verloren, sondern auch das mit ihnen verbundene Know How, und bald einmal stellt sich dann natürlich die Frage, ob konsequenterweise nicht auch der Sitz der Firma verlegt werden müsste. Namentlich in Deutschland mit seinem rigiden Arbeitsmarkt hat die Auslagerungsstrategie weite Kreise gerade auch der kleinen und mittleren Unternehmungen erfasst. Der Prozess ist weiterhin voll im Gange, mit unwägbar Nebenwirkungen im sozialen und politischen Bereich. Denn es ist nicht ganz einfach, auf die Dauer höhere Gewinne von arbeitsplatzverlagernden Unternehmungen vor der Gesellschaft zu rechtfertigen. Schmerzhaft war

der Weg zur Gesundung des Unternehmenssektors gewiss auch für den Kapitalgeber, der sich – nebst Totalausfällen wie Swissair oder Enron – mit einer namhaften Kapitalvernichtung auch bei sogenannten „Qualitätsaktien“ abfinden musste. Immerhin hat die Kapitalanlage, falls sie nicht extrem undiversifiziert auf einzelne wenige Branchen oder gar Unternehmungen konzentriert war, in der Zwischenzeit die Verluste teilweise wieder wettgemacht. Im Gegensatz zur Arbeitskraft (aus Hochlohnländern) profitiert das Kapital als Produktionsfaktor von den Möglichkeiten der globalen Verlagerung und von allen anderen Bemühungen der Unternehmensleitungen, die Kosten in den Griff zu bekommen.

Die Gesundung der Unternehmungen ist allerdings mit einem hohen Preis, einem, wie wir meinen, zu hohen Preis erkaufte worden. Denn was wir seit dem Beginn der Finanzmarktkrise und den sie auslösenden bzw. sie begleitenden Skandalen in Bezug auf Kontrollbemühungen und Revisionsabsichten erleben, spottet jeglicher Beschreibung. So, wie sich die Sache heute präsentiert, und schlimmer noch: wenn der Trend ungebrochen so weitergeht, werden der Wirtschaft *wachstumsrelevante Kosten* aufgebürdet, Negativsummenspiele veranlasst, werden unternehmerische Kreativität und Energie gekappt, was nicht zuletzt gravierende Konsequenzen für den Investor haben wird. Denn er wird ja auch in Zukunft investieren und nicht sich lediglich an einem total kontrollierten Glasperlenspiel beteiligen wollen.

2. Der „Defekt“ des Kapitalismus

Schon oft wurde in den Spalten des Wegelin-Kommentars auf die Anreizproblematik hingewiesen, die der kapitalistisch organisierten Unternehmung unausweichlich innewohnt. Der Kapitalgeber (d.h. der Aktionär) und das Management der Unternehmung sind in aller Regel verschiedene Personen oder Personenkreise mit ihren jeweils eigenen ökonomischen Nutzenfunktionen. In der Fachsprache nennt man diese Konstellation der Interessendivergenz „principal/agent“-Problematik, und es besteht Einigkeit darüber, dass sie durch Massnahmen verschiedenster Art zwar entschärft, letztlich aber nicht vermieden werden kann.

Im Modell sind die ökonomischen Interessen des Aktionärs einfach zu definieren: Ihm geht es um die Maximierung des ökonomischen Werts seiner (ins Risiko gestellten) Kapitalhingabe. Der ökonomische Wert bemisst sich nach dem Gegenwartswert der künftigen durch die Unternehmung generierten Cash Flows und unterliegt, wie alles,

was in der Zukunft liegt, einer bestimmten Wahrscheinlichkeit. Aufgrund der äusseren Rahmenbedingungen wie auch der Führung und der Tätigkeit innerhalb der Unternehmung kann die Wahrscheinlichkeit des Eintretens und der Höhe der künftigen Geldströme erheblich schwanken. Wir kennen dieses Phänomen bestens: Es widerspiegelt sich in den Schwankungen der Aktienkurse, wobei diese wiederum selbstverständlich nicht dem effektiven Gegenwartswert der künftigen Cash Flows entsprechen, sondern lediglich die aggregierte Ansicht der Marktteilnehmer über die Wahrscheinlichkeiten wiedergeben. Zwischen dieser aggregierten Meinung und einer individuellen, möglicherweise durch ausgeklügelte Analysemethoden errechneten Sicht können erhebliche Unterschiede bestehen.

Der Aktionär handelt nicht a priori „kurzfristig“ oder „spekulativ“, wie es ihm oft unterstellt wird. Bei einigermaßen stabilem Geldwert und damit tiefen Zinsen zur Bestimmung des Gegenwartswerts künftiger Cash Flows kann auch der ziemlich fern in der Zukunft liegende Unternehmenserfolg relevant sein. Allerdings stehen die Wahrscheinlichkeiten in Abhängigkeit zur Zeit. So wertvoll deshalb eine Investition in, sagen wir, junge Mitarbeiter objektiv auch erscheinen mag, so unmassgeblich kann sie für den Gegenwartswert bzw. den Aktienkurs sein, weil es ja noch alles andere als sicher ist, dass dereinst einmal die Unternehmung vom geschaffenen Wert der „Human Resources“ auch tatsächlich profitieren kann. Eine gewisse Tendenz zum „Handfest-Greifbaren“ und gleichzeitig relativ Wahrscheinlicheren wohnt deshalb dem Shareholder Value gewiss inne.

Das ökonomische Kalkül des vom Kapitalgeber eingesetzten „agent“, d.h. des Managers oder des Managements, ist ähnlich einfach zu definieren. Der „agent“ maximiert die ihm zustehenden Cash Flows über die ihm voraussichtlich zur Verfügung stehende Zeit in der Unternehmung. Auch diese Geldflüsse unterliegen Wahrscheinlichkeiten, und weil er unter Umständen auch einmal entlassen werden könnte, ist das Kalkül des „agent“ deutlich kurzfristiger als jenes des Shareholders. Der Nutzen des „agent“ steht demjenigen des Shareholders insofern entgegen, als des einen Cash Flow des andern Verzicht bedeutet. Hohe Bonuszahlungen oder kurzfristig orientierte Optionsprogramme mit starkem Verwässerungscharakter bringen den Kapitalgeber um eine Teil seines Renditeanspruchs oder vielleicht auch einmal um das ganze Kapital. Der „agent“ wird mit seiner Nutzenmaximierung in seinem ökonomischen Kalkül im Extremfall just soweit gehen, als seine

Präsenz gerade noch toleriert wird. Er wird aber noch ein weiteres tun: Er wird einen (gerade noch tolerierten) Teil seiner Arbeitskraft darauf ausrichten, die Wahrscheinlichkeit seines persönlichen Misserfolgs, d.h. der Entlassung, zu minimieren. Ja, er wird versuchen, sich so unentbehrlich zu machen, dass er anstelle eines ihm aufgrund von Ausbildung, Erfahrung und Fähigkeiten zustehenden, unter Wettbewerbsbedingungen bestimmten Gehalts eine *Monopolrente* abschöpfen kann. Die ganze Diskussion um hohe Managerlöhne, wie sie immer wieder durch die Presse geistert, würde sich erübrigen, wenn man diese einfachen Zusammenhänge berücksichtigen würde. „Unethisch“ hohe Bezüge von Managern lassen sich auf diese Art relativ einfach bestimmen: Sie liegen dort vor, wo das Wettbewerbslohniveau eindeutig verlassen worden ist, wobei zu bedenken ist, dass entgegen aller Beteuerungen betroffener Top-Manager niemand unersetzlich ist, es sei denn, er wäre wirklich genial (was aber ziemlich unwahrscheinlich ist) oder er habe – eben – seine ganze Organisation um ihn herum so gestaltet, dass es ohne ihn tatsächlich kaum gehen würde.

Der Mittel und Wege zur Erzielung einer Monopolrente durch das Management sind natürlich Legion. Die Strategien reichen von einem auf die Unerreichbarkeit des Chefs ausgerichteten Sekretariat über die systematische Bevorzugung von zur eigenen „Seilschaft“ gehörenden Mitarbeitern bis hin zu Freundschaften der Manager mit Verwaltungsräten, was durch das gerade in der Schweiz häufig zu beobachtende Kooptationsmodell von Verwaltungsräten natürlich gefördert wird. Der Informationsvorsprung und die Machtfülle des obersten Managements sind häufig derart hoch, dass alle andern „Mitspieler“ in einer Unternehmung kaum Chancen haben, sich gegen die strukturelle Gewalt des Systems zur Wehr zu setzen.

Vielfältig sind auch die Formen, in den Genuss der Monopolrente zu gelangen. Relativ plump und direkt sind hohe Salär- und Bonuszahlungen, etwas raffinierter dann schon Optionsprogramme, bedeutend sophistizierter jedoch nichtpekuniäre Leistungen zu Nutz und Frommen des obersten Managements: Fringe Benefits, Kulturprogramme, pompöse Bauten und was alles sonst noch der „Corporate Reputation“ zuträglich zu sein scheint.

Darin liegt ganz generell eine der grössten Gefahren der Nutzenvernichtung für den Shareholder: Dass der „agent“ unter *Vorspiegelung* wie immer gearteter *Stakeholder-Interessen* (als Stakeholder gelten die Arbeitnehmer, deren Familien, die

Kunden, das gesellschaftliche Umfeld, ja, gelegentlich sogar die Mitbewerber) letztlich seinen eigenen Nutzen optimiert. Manche Mitgliedschaft in den Organen von Verbänden und anderen Institutionen würde sich in diesem Lichte als deutlich weniger uneigennützig herausstellen, als dies üblicherweise dargestellt wird. Ein gesundes Misstrauen gegenüber Unternehmungs- und Managementmodellen, die allzu penetrant „übergeordnete“ oder „gesamtheitliche“ Interessen predigen, ist deshalb mehr als angebracht.

Der Kapitalgeber kommt aber ohne den „agent“ nicht aus, es sei denn, er nehme sich der Führungsarbeit, wie dies etwa für unser Bankhaus zutrifft, selber an. In grösseren Unternehmungen mit einem Kapitalbedarf, der nicht anders als über den Markt gedeckt werden kann, findet das Modell des Kapitaleigners und Managers in einer Person aber kaum Anwendung. Deshalb ist es entscheidend, dass der Kapitalgeber Strategien entwickelt, welche das „principal/agent“- Problem zwar nicht zum Verschwinden bringen, aber erträglich machen. Und die Finanzanalyse muss Methoden entwickeln, die jene entscheidende Information generieren, in welcher Unternehmung besser und in welcher schlechter für den den Shareholder interessierenden Unternehmenswert gesorgt wird. *Diese* Information wird über den Verlauf des Aktienkurses bestimmen, mehr als der Zahlensalat von hundert Halbjahresergebnissen zusammen. Über den Markt mit seinem effizienten Preisbildungsmechanismus wird die Information in den jeweiligen Wert der Unternehmung umgelegt. Falls die Information krasse Fehlverhalten beinhaltet, wird ein Kurssturz der Aktie die Folge sein, und die Tage des Managements sind gezählt. Demgegenüber funktioniert die Aktionärsdemokratie deutlich schlechter, da den Anstrengungen einzelner Anleger das Trittbrettfahrertum aller anderen Aktionäre entgegensteht. Nicht umsonst erweist sich die Landsgemeinde der Aktionäre an einer Generalversammlung als inerte Masse.

3. Die Täuschung als Prinzip

Wenn man einmal erkannt hat, nach welchen Gesetzmässigkeiten sich das Verhalten des vom Kapitalgeber eingesetzten „agent“ im wesentlichen und im Durchschnitt bestimmt, dann wird bald einmal klar, wie der Fluss von Informationen, welche aus der Unternehmung an die Öffentlichkeit bzw. zum Shareholder gelangen, zustandekommt und von welcher Qualität diese Information in der Regel sein wird. Ganz einfach: In der Tendenz immer zu positiv, aber gleichzeitig auch so, als wäre die gute Situation alles andere als selbstverständlich. Denn der „agent“ muss ja

einerseits darauf achten, dass seine Stunde als Manager nicht zu früh schlägt, und deshalb den Eindruck vermeiden, die eine oder andere Entwicklung sei aus dem Ruder geraten oder die einen oder anderen Aufwände wären gescheiter gar nie entstanden. Andererseits muss er aber auch zwingend seine Unersetzlichkeit untermauern. Es wäre für ihn natürlich verheerend, wenn der Erfolg allzu leichtfertig den generellen Marktbedingungen oder gar dem puren Glücksfall zugeschrieben würde.

Der „agent“, der ja insbesondere auch seinen eigenen finanziellen Nutzen optimieren will, wird darüber hinaus aber auch alles daran setzen, all jene Komponenten der Darstellung über den Zustand der Unternehmung, welche im Zusammenhang mit seinen Bezügen stehen, so darzustellen, dass ihm dies nicht schadet. Auch die genauesten Buchhaltungsregeln lassen ihm genügend Spielraum, um die Darstellung positiv zu gestalten, ja, es könnte sogar sein, dass immer genauere und damit komplexere Regeln diesen Spielraum erhöhen, da nur noch der „agent“ und dessen Helfershelfer das System beherrschen und somit die Asymmetrie zwischen Management und allen andern Interessierten grösser und nicht geringer wird - ein Umstand, den die Accounting-Fetischisten wohl noch nie bedacht haben.

Man mag nun spätestens an dieser Stelle einwenden, es gäbe in dieser „principal/agent“-Problematik doch aber auch den *Werte-Aspekt*. Gewiss. Den Werte-Aspekt gibt es immer. Wenn der Ökonom von Nutzenmaximierung spricht, dann schliesst er explizit auch die Möglichkeit ein, dass einzelne Elemente der individuellen Nutzenfunktion, beispielsweise von Managern, auch den Ansprüchen übergeordneter ethischer Vorstellungen entsprechen. Dass, wiederum beispielsweise, Manager durchaus auch Vorstellungen über Mass und Anstand haben können. Ja, dass es sogar sein könnte, dass sich Mass und Anstand auf die Länge ökonomisch auszahlen werden, da diesen Qualitäten ein enormer Informationsgehalt zukommt, indem Mass und Anstand in einem direkten Zusammenhang mit den Wahrscheinlichkeiten der künftigen Cash Flows stehen. Von einer Unternehmung, in der das oberste Management erfahrungsgemäss Zurückhaltung übt und Loyalität gegenüber dem langfristigen Gedeihen an den Tag legt, können auch in relativ ferner Zukunft mit höherer Wahrscheinlichkeit positive Resultate erwartet werden als von einer Firma, in der auf allen Ebenen Freibeutertum vorherrscht und sich die Manager am Glamour ihrer Darstellung auf den Titelseiten von Wirtschaftsmagazinen ergehen.

Dennoch: Ein zu frühes Einklinken auf die Wertefrage verschleiert die Sicht auf die Problematik. Erst wenn mit genügender Tiefenschärfe Klarheit geschaffen ist, wie es um die Anreize der verschiedenen Gruppierungen in und um die Unternehmung tatsächlich steht, kann, ohne allzu viele Illusionen einzuprogrammieren, die Verhaltensfrage auch unter ethischen Aspekten noch geprüft werden. Die ökonomische Sicht als solche verbietet den Vergleich individueller Nutzenfunktionen, in ihren Modellen haben sowohl der Sonntagschullehrer als auch der Gauner unter den Managern Platz, ja selbst die Kombination beider in einer Person. Das gibt's nämlich auch.

Die Art der Darstellung und mit ihr verbundene kleinere oder grössere Halbwahrheiten, Täuschungen, Vertuschungen, Verheimlichungen sind das eine, das Erkaufen des kurzfristigen Erfolgs durch den Verzicht auf künftiges Potential bzw. durch die Verschreibung künftiger Risiken das andere. Viele der später dann brutal an den Tag getretenen Finanzskandale zu Beginn dieses Jahrhunderts waren von genau dieser Eigenschaft. Aus braven Versorgungsunternehmungen machte man Hochrisiko-Shooting Stars, indem man die zunächst meist hochkapitalisierten Firmen um einen Teil ihres Eigenkapitals brachte und unter Eingehen von Schulden teure Akquisitionen tätigte, deren Goodwill selbstverständlich so lange niemand in Frage stellte, als noch niemand die Zukunftsträchtigkeit alles Neuen und Teuren bezweifelte. Oder man wagte sich in völlig branchenfremde Geschäftsbereiche hinein, vorzugsweise in den Finanzsektor, um nebst dem operativen Geschäft auch noch ein wenig Anlagefonds, ja Hedge Fund oder Bank zu spielen. Manche frühere Telefongesellschaft und manche Versicherer brachten sich so an den Rand des Ruins; im Fall des Versorgers Enron und des Milchverkäufers Parmalat war die Stunde der Wahrheit auch gleichzeitig das Ende.

Zwischen dem systemimmanenten Euphemismus und den betrügerischen Machenschaften, wie sie gerade beschrieben wurden, verläuft die Grenze der Kriminalität. Aber eines muss man sich bewusst sein: Das kapitalistische System ist so beschaffen, dass es diese Konstellation der Anreizsituation fortlaufend generiert und deshalb auch mit ihr leben muss. Und es ist ja, ganz abgesehen davon, keineswegs nur das kapitalistische System, das euphemistische bis betrügerische „agents“ im Einsatz hat: Die Verschuldung der öffentlichen Hand, das Nicht-Erwähnen künftiger Verpflichtungen aus dem Sozialversicherungssystem in den Haushaltsrechnungen der meisten europäischen Staaten und die zunehmende Ver-

nachlässigung der Infrastruktur sind alles Akte der Verschreibung künftigen Potentials und das Eingehen hoher künftiger Risiken zugunsten des heutigen Erfolgs. Und leider, leider verfügt die Demokratie nicht über wirksame Sanktionsmechanismen, die solchem Handeln rechtzeitig einen Riegel schoben.

4. Täuschung als Evolutionsvorteil

Bevor man nun aber wiederum die Ethik-Keule schwingt und der totalen Transparenz und der totalen Kontrolle das Wort redet, sollte vielleicht schon noch ein wenig tiefergehend die Frage behandelt werden, wie es denn eigentlich im grossen Kontext der Menschheitsgeschichte bzw. des Menschen um das Phänomen der Täuschung als Element der Evolution steht. So eindeutig ist nämlich nicht, ob Wahrhaftigkeit und Anstand wirklich die alleinigen Erfolgsfaktoren im Weiterkommen und Gedeihen der Spezies des homo sapiens sind. Vielmehr muss angenommen werden, dass immer die Vertuschung, die Tarnung und die Täuschung ebenso mit von der Partie waren und sind. Und wenn dem so ist, dann wäre es auch naiv zu glauben, künftiger wirtschaftlicher oder auch politischer Erfolg käme ohne diese Elemente aus. Wohlverstanden: Nicht dass wir sie empfehlen würden – der Wegelin-Kommentator grübe sich damit wohl sein eigenes Grab vor der Öffentlichkeit und den vorgesetzten Behörden. Sie als objektiv vorhandenes Phänomen beschreiben: Da dürfte aber niemand etwas dagegen haben.

Zunächst gilt es in Rechnung zu stellen, dass das biologische Funktionieren des Menschen in seinem wichtigsten Bereich, der Fortpflanzung, alles andere als auf Transparenz ausgerichtet ist. Das menschliche Männchen muss nicht über eine allseits sichtbare Brunft seiner Umwelt zeigen, dass es fortpflanzungswillig ist, und es muss auch nicht über ein prächtiges Geweih oder andere Insignien hoher Potenz zur Schau stellen, wie fortpflanzungsfähig es ist. Nicht vorzustellen übrigens, wenn uns die Natur anders ausgerüstet hätte. In der Regel ist es auch nicht nötig, dass das menschliche Männchen offen um seine Fortpflanzungschancen kämpfen muss. Vielmehr können die Gene durchaus im Verborgenen und zeitlich ziemlich unbeschränkt bei durchaus mehreren menschlichen Weibchen plaziert werden. Dieses Weibchen wiederum ist nicht so ausgerüstet, dass es seine Fortpflanzungsfähigkeit zeitlich eindeutig und feststellbar zur Schau stellen müsste oder könnte. Vielmehr wird die Ovulation biologisch vertuscht, was dazu führt, dass das menschliche Weibchen durchaus in der Lage ist, sich die Gene mehrerer Verehrer „auszusuchen“.

So wie die Evolution vor sich geht, hätte die Natur nicht diesen Verlauf genommen, wenn daraus für das Geschlecht des Menschen nicht ein Vorteil erwachsen wäre. Täuschen und getäuscht zu werden: Das ist ganz offensichtlich eine ständige Begleiterin der Menschheit, und insgesamt haben dadurch immer wieder die stärkeren, raffinierten, schöneren, intelligenteren Exemplare Oberhand erlangt. Transparenz und Kontrolle hatten und haben in diesem Schema aber nur eine sehr bedingte Daseinsberechtigung.

Das ist sehr *ernüchternd*, gleichzeitig aber auch intellektuell (und nicht nur intellektuell) durchaus anregend. Ein grösserer Teil der Weltliteratur, neunzig Prozent der Opern und hundert Prozent der Operetten und Musicals handeln ja praktisch nur von genau diesem Thema der Möglichkeit der gegenseitigen Täuschung im Fortpflanzungsbereich. Die Koinzidenz der Gefühle, Liebe genannt, erscheint als mindestens temporär wirksame Absicherung gegenüber der dauernden Bedrohung, doch einmal noch von anderen als den eigenen Genen ausgetrickst zu werden. Und die Literatur schildert auch, wie hoffnungslos das Konzept von Transparenz und Kontrolle in diesem Zusammenhang wirkt. Je stringenter die Versuche dazu ausfallen, desto grösser werden die Energien, sie zu hintertreiben.

Nun muss man sich selbstverständlich hüten, allzu voreilige Analogieschlüsse von den Fortpflanzungsusancen der menschlichen Spezies auf die übrigen, zum Beispiel wirtschaftlichen, Tätigkeitsfelder zu produzieren. Vieles in den täglichen Verrichtungen des Menschen spielt sich ja im durchaus sachlichen oder im intellektuellen Bereich ab und dürfte den gefühls- und instinktgetriebenen Regungen einigermaßen entzogen sein. Aber dennoch: Man mache sich nichts vor. Die anthropologische Grundanlage in der objektiv wichtigsten Verrichtung des Menschen, der Fortpflanzung, ist auf Täuschung ausgelegt, und es ist extrem unwahrscheinlich, dass diese von der Natur auferlegten und gewollten Eigenschaften dann in allen anderen Bereichen plötzlich keine Gültigkeit haben würden oder auch dürften.

Ein Blick auf den nicht oder nur sehr indirekt den Fortpflanzungsbereich betreffenden Teil der Menschheits- oder auch der Wirtschaftsgeschichte zeigt unseres Erachtens ein sehr deutliches Bild: Die wirklichen *Erfolge* hatten praktisch immer auch die Elemente der *Nicht-Transparenz* und der *Täuschung* als Grundlage. Weder hätten die Griechen je in Troja Fuss fassen können, ohne alle möglichen Täuschungen und Tricks anzuwenden, noch hätten die Appenzeller im Jahr 1405 bei der Schlacht am Stoss gegen die zahlen-

und ausrüstungsmässig bei weitem überlegenen Habsburger gesiegt (bekanntlich verkleideten sich die appenzellischen Ehefrauen als Männer, um als quasi neu in den Kampf geworfene Reserve die Österreicher in die Flucht zu schlagen), noch wäre 1944 die Invasion in der Normandie von Erfolg gekrönt gewesen. Wenn nämlich der deutsche Generalstab nicht geglaubt hätte, an dieser Stelle mit steilen Küsten und bei diesen Witterungsverhältnissen finde der Angriff ganz sicher nicht statt.

Weniger dramatisch zwar, aber ebenso wirksam erscheint der Einsatz von Tarnung und Täuschung im wirtschaftlichen Treiben. Transparente Produktepipelines wären verheerend, ab Beginn offengelegte Übernahmeabsichten kämen teuer zu stehen, und manche Patentanmeldung erfolgt nicht, weil man die mit ihr verbundene Veröffentlichung der Verfahren vermeiden will. Grosse wirtschaftliche Erfolge wie etwa die Erfindung der Kraftbrühe durch Justus Liebig oder die Entwicklung einer dauerhaften Glühlampe durch Thomas Alva Edison oder der Siegeszug von Microsoft hatten allesamt ein klandestines Element. Weder Liebig's Küche noch Edisons Werkstatt noch Bill Gates' Computerlabor entsprachen in irgendeiner Weise den Vorstellungen von Transparenz, ja, in allen drei Fällen war durchaus auch fremdes Know How konkurrierender Erfinder und Entwickler mit im Spiel. Ohne die visionären Konzepte von Apple wäre „Windows“ nie geboren. Nun waren dies aber alles zum entscheidenden Zeitpunkt kleine Unternehmungen, die den Rigiditäten aufsichtsrechtlich festgelegter Rechnungslegungspflichten weit weniger ausgesetzt sind als grosse. Wenn Innovation ursächlich mit Klandestinität, sprich Geheimhaltung, Tarnung, Täuschung und gegebenenfalls schamlosem Kopieren zusammenhängt, dann würde das im Umkehrschluss aber auch bedeuten, dass es grosse Unternehmungen mit hohen Auflagen zur Offenlegung bei weitem schwerer haben, innovativ zu sein.

5. Wie wird Unternehmenswert geschöpft?

Damit nähern wir uns dem Kernpunkt dieses Anlagekommentars. Wir haben weiter oben festgestellt, dass der Kapitalgeber das höchste Interesse am Unternehmenswert haben muss, dass er aber, weil er in der Regel einen Agenten in Form eines Managements dazu einsetzen muss, der seinerseits lediglich bis an die Grenze des Gerade-noch-toleriert-Werdens an diesem Unternehmenswert arbeitet, sondern vielmehr sich soweit als möglich selber bedient, andererseits sehr auf Transparenz erpicht sein muss. In Vertretung des Kapitalgebers bemühen sich die Organe des Fi-

nanzmarktes, diese Transparenz herzustellen und die Ergebnisse zu interpretieren. Nun haben wir aber festgestellt, dass es einen Zusammenhang zwischen Nicht-Transparenz und Innovation gibt, und wir haben überdies dargelegt, wie wichtig Tarnung und Täuschung in allen menschlichen Verrichtungen überhaupt sind.

Mit anderen Worten besteht ein *Zielkonflikt*, und wenn nicht alles täuscht, ist er unüberbrückbar. Totale Transparenz und Kontrolle, Wahrhaftigkeit nicht nur als ethische Grösse, sondern als praktisch zu erreichender Benchmark: Das kann aus drei Gründen nicht die Lösung des Problems sein. Denn erstens ist solches bei weitem zu aufwendig – die konstitutive Veranlagung des Menschen in Richtung Täuschung verlangt nach mehr Kontrolle, je mehr Kontrolle bereits vorhanden ist. Zweitens führt totale Transparenz und Kontrolle zu einem bornierten, innovationsfeindlichen Klima, und drittens kann es Transparenz und Kontrolle wohl gar nicht geben, weil die zu beschreibenden Gegenstände in abschliessender, eindeutiger Weise gar nicht beschreibbar sind. Vor gut einem Jahr wiesen wir in einem Anlagekommentar (Nr. 226) auf die Erkenntnis des Mathematikers Benoit Mandelbrot hin, dass die Küste von England immer länger wird, je genauer man sie vermisst, und dass die Messgenauigkeit im Gleichschritt sinkt. Wir stipulierten damals, dass das, was für die Küste Englands stimmt, wohl auch Gültigkeit für wirtschaftliche Belange und Vorgänge haben muss.

Bewertungsfragen können Debatten von epischer Länge auslösen, und neue und immer noch feinere Regeln vermögen das Problem in keiner Weise zu lösen. Wenn wir beispielsweise den über ein Jahrzehnt dauernden Aufbau der von unserem Bankhaus angewendeten Software Jahr für Jahr, den Vorstellungen moderner Transparenzregeln folgend, in unserer Jahresrechnung hätten ökonomisch korrekt bewerten müssen, dann wären wir vor einem unlösbaren Problem gestanden. Denn zum einen schwankte die Wahrscheinlichkeit der künftigen Werthaltigkeit über den Lauf der Zeit erheblich. Einmal wähnte man sich hoffnungslos in eine Sackgasse verrannt, dann glaubte man, dass das Resultat zwar zustandekommen dürfte, aber möglicherweise niemanden interessieren würde, und gelegentlich war man auch wieder einmal enthusiastisch und nahm beinahe die Eroberung der halben Finanzwelt vorweg. Weder die aufgelaufenen Kosten des Projekts (soweit sie überhaupt eruierbar sind, wenn man's genau nehmen will) noch der laufende Abschreiber auf Null wären je ökonomisch richtig gewesen. Aber wen kümmerte es? Weil wir unsere

eigenen Kapitalgeber sind, konnten wir uns lange Übungen in der Rechnungslegung und im Anhang zur Jahresrechnung ersparen. Ein Manager einer bedeutenden Mitbewerberin unseres Hauses, die als Aktiengesellschaft aber Dritte als Kapitalgeber hat, erklärte kürzlich gesprächsweise, die Offenlegungspflicht nicht nur von derartigen Aktivpositionen in der Bilanz, sondern auch von der Ausgabenstruktur in der Gewinn- und Verlustrechnung, führe dazu, dass solche innovativen Grossprojekte kaum mehr in Angriff genommen werden könnten. Das gibt zu denken.

Und noch mehr zu denken gibt, dass die Transparenz und Kontrolle ja mehr und mehr nicht nur Bilanzpositionen und Ausgabeposten umfasst, sondern auch den jeweiligen Prozess, wie sie zustande gekommen sind. Kein Ablauf in einer nach „Corporate Governance“-Gesichtspunkten geführten Unternehmung, der nicht genauestens protokolliert wird. Weshalb? Weil man für jeden Vorgang einen sogenannten „Audit-Trail“ haben möchte, oder anders ausgedrückt: im Notfall einen Schuldigen finden will. Und weil jedermann um diesen Umstand weiss, entsprechen denn auch die meisten dieser *Protokolle* nichts anderem als einer antizipierten *Schadloserklärung*. Im Titel dieses Abschnitts wurde die Frage gestellt, wie Unternehmenswert geschöpft werden kann. Die Antwort lautet: So jedenfalls nicht.

Jegliche wirtschaftliche Entscheidung erfolgt unter dem Diktat des Risikos, der sich laufend verändernden Wahrscheinlichkeiten also; der Ausgang jeder wirtschaftlichen Entscheidung ist somit offen. Protokolle sind dagegen, wenn man sie aus der geschichtlichen Distanz dann liest, deterministisch, weil die damalige Zukunft in der Zwischenzeit ja zur (gewissen und eindeutigen) Vergangenheit geworden ist. Darin liegt das Unfaire und auch Kreativitätsfeindliche von Protokollierungen und von Audits.

Nur ist das pure Gegenteil, das intransparente und unkontrollierte Menschenkonglomerat in Form einer von dritten finanzierten Firma eben auch nicht die Lösung. Zu gross sind die Verlockungen, dass die zur Verfügung gestellten Mittel zweckfremd eingesetzt werden und dem Kapitalgeber am Schluss wenig oder gar nichts mehr übrigbleibt. Die Blauäugigkeit, wie in den späten Neunzigerjahren grossen und kleinen Firmen, die auch nur ein wenig nach Innovation rochen, Geld nachgeworfen wurde, rächte sich bekanntlich brutal. (Was nicht heisst, dass unter anderen Titeln dann analoge Blauäugigkeit kurz danach wieder entsteht. Es muss einer nur von der Finanzjournaliste als „Anlagegenie“ bezeichnet werden, und schon fliessen die Millionen. Die Gier

der Kapitalgeber, übrigens auch ein möglicher Gegenstand ethischer Betrachtungen, ist eben auch Ursache von Verirrungen in der Führung von Unternehmungen. Und als Objekt solcher Verirrungen braucht es nicht gleich ein angebliches Finanzgenie. Geringfügigere Versprechungen genügen durchaus.)

6. Checks and Balances, Trial and Error

Die Situation ist mit anderen Worten unbefriedigend. Das Streben nach totaler Transparenz und nach totaler Kontrolle wird nach den Exzessen der späten Neunzigerjahre des letzten Jahrhunderts unter der Führung, wie könnte es anders sein, der Amerikaner, in den westlichen Industrieländern mit viel Energie betrieben. Der Sarbanes-Oxley Act, ein typisch amerikanisches Regelwerk aus viel gutem Willen, wenig Zielgenauigkeit und unermesslichen Nebenwirkungen, dreht die Schraube interner und externer Kontrollen noch um ein gutes Stück weiter, wohl gemerkt in einem Umfeld, das durch die für börsenkotierte Unternehmungen vorgeschriebene Rechnungslegungsrichtlinie US-GAAP bereits volumenfüllende Berichterstattungen generiert. Die regulatorische Flutwelle hat Europa selbstverständlich bereits überspült, und bewährte eidgenössische Einfachheit, wie sie beispielsweise bis anhin im schweizerischen Bankenrecht gepflegt wurde – entweder sah die Eidgenössische Bankenkommision (EBK) die Voraussetzungen für den Betrieb einer Bank gewährleistet oder dann halt eben nicht – weicht nun einem komplexen Sanktionenregime mit der Möglichkeit, Banken für ihre Unregelmässigkeiten zu büssen. Was zur Folge hat, dass die Kontrollinstanz sich künftig nicht mehr nur auf den (meist kriminellen) Ausnahmefall konzentrieren kann, sondern sich um die vielen Grautöne des Bankalltags kümmern muss. Und, falls sie es dann einmal doch nicht tut oder kann, mitschuldig wird.

Die Kosten für den *regulatorischen Overkill* sind hoch. Bereits sind europäische Unternehmungen, welche ihre Aktien im Zuge der Globalisierungseuphorie in den USA kotiert hatten, daran, diesen Schritt wieder rückgängig zu machen, um so der amerikanischen Gesetzgebung, Rechtsprechung und Haftungsusanz zu entgehen. Der europäische Kontext ist aber nicht viel besser bzw. verschlechtert sich derzeit massiv. Das Pendel wird wohl erst zurückschwingen, wenn die Märkte in Asien definitiv jene Reife erlangt haben, dass sie zur glaubwürdigen Alternative im Wettbewerb um Kapital geworden sind. Der asiatische Umgang mit vielen Dingen, auf welche der Westen mit zusätzlichen Restriktionen reagiert, ist ungleich pragmatischer. Das hat nicht zuletzt damit

zu tun, dass die asiatische Lebenseinstellung nicht gleich nach Kausalitäten und damit nach Schuldigen verlangt. Im Umgang mit Eigentum und Recht kippt dieser Vorteil dann aber bald auch einmal in einen Nachteil um, indem das „Überden-Tisch-Ziehen“ zwar nicht erlaubt, aber üblich ist, und korruptive Praktiken zum selbstverständlichen Alltag gehören. Dass da dem am Unternehmenswert interessierten Aktionär dann von Seiten solchen Pragmatismus ebenfalls wieder Gefahr dräut, braucht nach den obigen Ausführungen nicht betont zu werden.

Was bleibt? Man kommt wohl um eine ziemlich *abgeklärt-realistische Beurteilung* der Sachlage nicht herum. Die Interessendivergenz zwischen Prinzipal und „agent“ in der kapitalistischen Unternehmung ist unumstössliche Tatsache. Sie kann entschärft, aber nicht eliminiert werden. Tarnung und Täuschung ist anthropologische Realität. Es braucht sie zu phantasievoller Innovation, sie ist aber gleichzeitig verderbende Bedrohung für den Prinzipal. Falls dieser aus übertriebener Gier besonders geneigt ist, den Täuschungen aufzusitzen, ist das zwar sein Problem, kann aber, falls in kollektiver Hysterie befangen, zu ungünstigen Reaktionen des Systems führen. Die Agenten verfügen gegenüber dem Prinzipal über einen Informationsvorsprung, und da der Prinzipal in der Regel nicht allein ist, steht seiner Aktivität die Gesetzmässigkeit des aus der politischen Ökonomie bekannten Trittbrettfahrertums des Untätigen gegenüber. Bis das korrigierende Handeln eintritt, braucht es deshalb in der Regel viel. Der Vorteil aus dem Handeln muss gross und einigermaßen individualisierbar sein. Die Agenten dürfen sich deshalb einer ziemlich wohl bemessenen Handlungsfreiheit erfreuen; entsprechend hoch können sie deshalb ihre Kompensationen ansetzen. Zusätzliche Regulationen helfen tendenziell eher wenig oder sind kontraproduktiv, weil sich die Asymmetrie zugunsten der Agenten noch verschärft.

Nüchternerweise wird man wohl feststellen müssen, dass somit eigentlich nur ein Spiel von Versuch und Irrtum, von Trial and Error, erfolgversprechend ist; und dieses Spiel muss das generieren, was keine Berichterstattung und kein Audit der Welt zu leisten imstande ist: Die Information liefern, ob, wann und wo, das heisst in welcher Weltregion und in welcher der einzelnen Unternehmungen, die Verhältnisse einigermaßen in Ordnung sind. „In Ordnung“ will heissen, dass

der Interessenkonflikt zwischen Prinzipal und Agent und der Zielkonflikt zwischen Transparenz, Kontrolle und innovativem Spielraum ohne viel Kollateralschäden vor sich geht. Im wesentlichen gilt es, die Checks and Balances in den Unternehmungen dauernd zu überprüfen und zu überdenken. Formalisierbar ist solcherlei nicht, höchstens die Zahlen zur Eruiierung statistischer Evidenz. Der Rest ist intelligente Analysearbeit mit viel Sinn für die Unternehmung als *subtiles System von Gleichgewichten* zwischen Sauberkeit und Ordnung einerseits und kreativem Klima mit toleranter Grosszügigkeit andererseits, zwischen Transparenz und Ehrlichkeit einerseits und einem genügendem Mass an unternehmerischer Privacy andererseits. Der Weg zu mehr Unternehmenswert ist alles andere als ein-eindeutig. Deshalb wird auch die Entscheidungsarbeit des Kapitalgebers und seines Beraters anspruchsvoll bleiben.

Anfangs der Siebzigerjahre führte man in der Schweinezucht, vor allem in der Absicht, die damals grassierende enzootische Pneumonie (EP, eine Lungenkrankheit) zu eliminieren, die Aufzucht sogenannter „keimfreier Ferkel“ ein. Sie wurden möglichst ohne Kontakt zur weiteren Umwelt der Gebärmutter der Muttersau entnommen und dann getrennt von ihr aufgezüchtet. Die Methode findet heute noch Verwendung in Hochzuchtbetrieben und für Labortiere. Im Normalfall ist sie aber zu aufwendig und produziert natürlich Tiere, welche dem normalen, nicht keimfreien Leben nicht gewachsen wären.

Keimfreiheit kann nicht eine Methode der Wirtschaft sein, weder als Ziel für die Regulation noch als Wegweiser für den Investor. „Zero Tolerance“ ist nicht einmal theoretisch schön. Viel schöner ist die Vorstellung, dass sowohl die Natur mit ihrem ausgeklügelten Immunsystem und ihren langfristig höchst erfolgreichen Mechanismen der Evolution als auch die vom Menschen betriebene Wirtschaft sich sehr weitgehend selber regulieren können. Die *Selbstreinigungskraft* wird systematisch *unterschätzt*. Im Gegensatz zu allen aseptischen Konzepten lassen Checks and Balances, Trial and Error das zu, was Natur und Wirtschaft beide brauchen: Ab und zu auch wieder einmal einen neuen, erfolgversprechenden Keim.

KH, 17.1.2005