

GASTKOMMENTAR

Eine Firma gehört nicht nur den Aktionären

Warum sollten nur Aktionäre berechtigt sein, über die Leistungen des Verwaltungsrats zu urteilen und ihn gegebenenfalls abzuwählen? Beispielsweise könnten auch die Mitarbeitenden eine Stimme haben.

Margit Osterloh 25.9.2019, 05:30 Uhr

Der Primat des Shareholder-Value wurde kürzlich von 180 CEO der grössten amerikanischen Unternehmen infrage gestellt. Sie erklären, dass Unternehmen in Zukunft die Interessen der Stakeholder – also z. B. Mitarbeitende, Lieferanten, Kunden sowie die örtlichen Gemeinden – ebenso beachten sollten wie die der Aktionäre. Es ist dies eine grundlegende Wendung in der Corporate Governance. Joel Fischer und Rolf Walter argumentieren in ihrem Gastkommentar (NZZ 10. 9. 19) im Gegensatz dazu, [dass der Primat der Aktionäre beibehalten werden müsse](#). Sie begründen dies damit, dass es sonst keinen Kompass gäbe, um die Leistungen des Verwaltungsrats zu beurteilen, wenn dieser «grundlos» andere Interessen bevorzuge.

Warum aber sollten nur Aktionäre berechtigt sein, über die Leistungen des VR zu urteilen und ihn gegebenenfalls abzuwählen? Schliesslich sind Unternehmen kollektive Organisationen, in denen neben den Aktionären auch zahlreiche andere Beteiligte mit ihren komplementären Leistungen zusammenwirken. Die traditionelle Rechtfertigung für die Shareholder-Value-Maximierung besteht darin, dass nur die Aktionäre das residuale Risiko tragen, d. h. das Risiko des Vermögensverlustes. Alle anderen Beteiligten können ex ante vertraglich ihre Ansprüche absichern. Sie tragen – von Extremsituationen abgesehen – kein Risiko. So gesehen, wäre die Berücksichtigung aller Stakeholder, die nicht dem Aktionariat angehören, «grundlos».

Ist das wirklich so? Die traditionelle Rechtfertigung ist ins Wanken geraten. Unternehmen können heute einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil nicht mehr ausschliesslich durch den Einsatz von Kapital erzielen. Finanz-, Sach- und Humankapital sowie Spezialistenwissen sind im Zeitalter der Globalisierung und des Internets mobil und imitierbar. Sie wandern ab und werden imitiert, wie der Aufstieg der ostasiatischen Tigerstaaten zeigt. Welche Ressourcen sind im Gegensatz dazu schwer imitierbar und «sticky»? Es ist dies erstens Sozialkapital, d. h. wechselseitiges Vertrauen zwischen den am Produktionsprozess Beteiligten. Zweitens sind dies firmenspezifische Fähigkeiten und Kenntnisse, insbesondere solche, die auf der Verknüpfung von Qualitätsproduktionsprozessen mit implizitem Erfahrungswissen («tacit knowledge») beruhen. Diese Ressourcen können nicht ex ante vertraglich abgesichert werden, wie dies die traditionelle Sichtweise behauptet. Sie sind schwer beobacht- und zurechenbar und deshalb ex ante schwer kontrahierbar. Sollen sie dennoch erbracht werden, muss man erstens dafür sorgen, dass ihre Erzeuger nicht ausgebeutet werden, etwa indem langjährigen Mitarbeitenden mit ihrem ungeheuren Schatz an implizitem Erfahrungswissen aus kurzfristigem Gewinninteresse der Shareholder gekündigt wird. Zweitens müssen die Erbringer solcher Leistungen vom VR in ihren Interessen genauso geschützt werden wie die Aktionäre. Sie tragen nämlich genauso wie die Shareholder ein residuales Risiko, etwa jenes des Verlusts ihres firmenspezifischen Wissens, das in anderen Unternehmen weniger wert ist. Wird es nicht geschützt, bringen sie es nicht in das Unternehmen ein bzw. erwerben es erst gar nicht, sondern konzentrieren sich auf firmenübergreifendes Wissen – zum Schaden auch der Aktionäre.

Aus dieser neuen Sicht der Corporate Governance ergeben sich zwei Folgerungen: Erstens ist nicht jeder Unbeteiligte oder «die Gesellschaft» ein Stakeholder mit berechtigten Ansprüchen, sondern nur diejenigen, die firmenspezifisch investiert haben, ohne dass sie diese Investition ex ante vertraglich absichern konnten. Zweitens müssen die Interessen dieser Stakeholder im VR ebenso berücksichtigt werden wie die der Aktionäre. Sie sollten keineswegs nur vom Wohlwollen der CEO abhängig sein. Das hat zur Folge, dass im VR nicht nur Aktionärsvertreter sitzen, sondern auch Vertreter der berechtigten Stakeholder – beispielsweise der Mitarbeitenden. Das könnte zu einer fruchtbaren Reform des Kapitalismus führen und seiner sinkenden Akzeptanz in der jüngeren Generation entgegenwirken.

Margit Osterloh ist em. Professorin der Universität Zürich, ständige Gastprofessorin an der Universität Basel und Forschungsdirektorin von Crema, Zürich.

GASTKOMMENTAR

Shareholder contra Stakeholder – wem gehört eine Firma?

Heute, da sich zwischen Etablierten und Abgehängten vermehrt finanzielle Gräben auftun, steht auch die Privatwirtschaft unter Legitimationszwang. Für wen ist eine Firma eigentlich da: für die, welche darin arbeiten, oder für jene, welche Aktien besitzen? In den USA bahnt sich eine Abkehr vom Shareholder-Value-Ansatz an.

Joel Fischer und Rolf Watter / 10.9.2019, 05:30



Newsletter NZZ am Abend

Erfahren Sie, was heute wichtig war, noch wichtig ist oder wird! Der kompakte Überblick am Abend, dazu Lese-Empfehlungen aus der Redaktion. [Hier können Sie sich mit einem Klick kostenlos anmelden.](#)

Copyright © Neue Zürcher Zeitung AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Neue Zürcher Zeitung ist nicht gestattet.