

Wie sich Effizienz und Gerechtigkeit vertragen Ausbreitung der Ideen der ökonomischen Analyse des Rechts

Von Peter Nobel*

In der traditionellen Juristenwelt werden ökonomische Argumente oft schlecht aufgenommen und verstanden. Der Autor der folgenden Rezension eines Werks über Law and Economics legt dar, dass sich diese Verhältnisse allmählich ändern. (Red.)

Wir blicken manchmal derart angestrengt nach Amerika, dass wir in Gefahr geraten, das Gute vor der eigenen Haustüre gar nicht mehr zu sehen. Die Disziplin Law and Economics stösst auch hierzulande nicht nur auf zunehmende Aufmerksamkeit, sondern auch auf wissenschaftliches Interesse. Unter den Vorläufern ist in diesem Zusammenhang etwa Markus Ruffner zu nennen. Unter dieser Prämisse ist auch auf die Zürcher Dissertation (2003) von Klaus Mathis hinzuweisen, der sich einer gedankenreichen Analyse der modernistischen, in Chicago neu entstandenen Richtung von Law and Economics widmet und dabei weit mehr leistet als vieles, was man bisher im deutschen Sprachraum gesehen hat. Die Arbeit ist hier beispielhaft näher zu betrachten.

Knappheit und Anreize beachten

Die Forschungsansätze, die unter diesem Begriff heute zusammengefasst werden, sollen mit den Instrumenten der Wirtschaftstheorie zu einem besseren Verständnis der rechtlichen Probleme beitragen und auch zu einer grösseren Rationalität der Argumentation. Ronald Coase, dessen an den Transaktionskosten (d. h. deren Absenz) orientiertes Theorem (bestmögliche Nutzung) zu den Säulen solchen Unterfangens gehört – schliesslich hat er für seine geniale «Theory of the Firm» auch den Nobelpreis erhalten –, ist geradezu euphorisch: «Much, and perhaps most, legal scholarship has been stamp collection. Law and economics, however, is likely to challenge all that and, in fact, has begun to do so.»

Man darf als Jurist nicht gleich beleidigt sein, sondern muss den Ball aufnehmen, wie das Mathis mit Verstand tut; dann steht man vor einer grösseren Bewegung, liest man etwa die Stellungnahme des Dean der Yale Law School (Kronman): «The law and economics movement was and continues to be an enormous enlivening force in American legal thought and, I would say, today continues and remains the single most influential jurisprudential school in this country.» Da erstaunt es nicht, dass auch Richter Richard Posner, Vater, Motor und Referenzpunkt der Bewegung, die gleiche Auffassung vertritt («generally considered the most significant development in legal thought»), aber auch klarstellt, dass es da nicht um Kapitalismus und Egoismus, mathematische Formeln und pessimistische, konservative Konklusionen gehe, sondern um die Ausarbeitung der Erkenntnis, dass die Menschen in allen Bereichen mit beschränkten Mitteln tendenziell rational umgehen und auf «incentives» reagieren.

Auf Ausarbeitungen ist hier nicht einzugehen, doch geht es regelmässig darum, die jeweils effizienteste institutionelle Regelung zu ermitteln, wobei man um mathematisch-statistische Darstellungen nicht herumkommt. Mathis führt gekonnt und mit klug ausgewählten Zitaten und Beispielen kritisch durch diesen Weg. Die ökonomische Ausrichtung erlaubt eine juristisch eher ungewohnte Orientierung an den Folgen und nicht bloss an den Zielen bestimmter Massnahmen. Mathis ist da dezidiert: «Viele Juristen glauben, man könne die Welt durch Paragraphen und Verwaltungsakte verbessern.» Der Versuch des Einsatzes ökonomischer Denkansätze hat natürlich sofort vehemente Reaktionen verursacht, wonach ökonomische Rechtsanalyse und freiheitliches Rechtsdenken unvereinbar sein sollen (Fetzer). Jedenfalls sind auch in Freiheit die Ressourcen beschränkt.

Es ist immer schön, so auch bei Mathis, Adam Smith im Original zu lesen: «Every individual

(...) intends only his own gain, and he is (...) led by an invisible hand to promote an end which was no part of his intention. (...) By pursuing his own interest he frequently promotes that of the society more effectually than when he really intends to promote it.» Bei Adam Smith ist aber nicht nur «Wealth of Nations» zu beachten, sondern auch seine im schottischen Naturrecht des 18. Jahrhunderts (Hume) verwurzelte Theorie der «Moral Sentiments», denen er als optimistischer Geist gar eine grössere Sozialisations-Leistung beimass als der Vernunft.

Eine wesentliche Rolle spielt auch Jeremy Bentham's Utilitarismus, den er in seiner «Introduction to the Principles of Morals and Legislation» entwickelte, eine konsequenzialistische Ethik, die mit der Unterscheidung von Schmerz und Freude nach dem grösstmöglichen Glück der grösstmöglichen Zahl strebt: «It is the greatest happiness of the greatest number that is the measure of right and wrong.» Dies ist natürlich auf vielseitige Kritik gestossen, denn gerade der einzelne Mensch kann im kollektiven «Guten» untergehen. John Rawls entwickelt daher, auch mit ökonomischen Kategorien, Gerechtigkeitsprinzipien und behauptet, selbst diese liessen sich auf der Basis rationalen Eigeninteresses herleiten

Corporate-Governance-Diskussionen in der europäischen Öffentlichkeit werden vom Thema «Gehälter der Manager» dominiert. Das ist in den USA nicht anders – und zumindest in diesem Land zu Recht. Dies ist eine Schlussfolgerung, die man dem Buch von Lucian Bebchuk (Harvard Law School) und Jesse Fried (Boalt Hall, Berkeley) entnimmt. Europäischen Beobachtern sind die Managergehälter in den USA nur schon wegen ihrer Höhe suspekt. Jahressaläre in zwei- bis dreistelliger Millionenzahl sind für den auf egalitäre Fairness bedachten typischen Europäer a priori inakzeptabel. Die Diskussion gerät dadurch aber in Gefahr, sich ideologisch und politisch zu verlieren. Ganz anders die scharfe Kritik an den amerikanischen Praktiken bei Bebchuk und Fried, die rechtlich und ökonomisch fundiert ansetzt.

Die Leistung zählt wenig

Als Ausgangspunkt dient den Autoren die primäre Aufgabe jedes Unternehmensmanagements: die langfristige Optimierung der Aktionärsinteressen. Die US-Managersaläre wurden mit diesem Ziel seit den neunziger Jahren sehr stark «leistungsbezogen» konzipiert, wobei Optionen auf Unternehmensaktien eine zentrale Rolle spielten. Die Autoren zeigen unter Bezugnahme auf verschiedene empirische Recherchen auf, dass die US-Managerentschädigungen jedoch häufig wenig mit echten Leistungen zugunsten der Aktionäre zu tun haben. Das gilt für die Fixsaläre wie auch die flexiblen Entschädigungskomponenten in Form von Boni, Aktien und vor allem Optionen. Als besonders gravierend taxieren die Autoren die wirtschaftlich nicht zu rechtfertigenden Abgangsentchädigungen an Manager, die wegen mangelnder Leistungen den Hut nehmen mussten.

Bebchuk und Fried orten den Grund für die beschriebenen Verzerrungen in erster Linie im

* Prof. Karl Hofstetter, Universität Zürich, ist zurzeit Gastprofessor für Comparative Corporate Law & Corporate Governance an der Harvard Law School, Cambridge, USA.

(Freiheitsprinzip, Differenzprinzip). Mathis stellt die Überlegungen ausgezeichnet dar.

Richard Posner als zentrale Figur

Posner mit seinen zahlreichen Publikationen ist die wichtigste Figur überhaupt in der Law-and-Economics-Bewegung. Man behauptet, er habe eine deutliche Entwicklung durchgemacht und stehe heute einem Pragmatismus nahe. Jedenfalls soll das Recht seiner Idee nach kompetitive Märkte fördern und, wo die Voraussetzungen fehlen, solche simulieren, weil sie dem Individuum als Tätigkeitsfeld dienlich sind und weil funktionierende Märkte die besten ökonomischen Resultate zeitigen; daran hilft keine Ideologie vorbei. Die Jurisprudenz sollte sich mehr um Fakten und Empirie kümmern. Mathis kommt in seiner Arbeit zum Schluss, dass Effizienz und Gerechtigkeit sich keineswegs ausschliessen, sondern in einer vielfältigen Wechselbeziehung zueinander stehen. So kann nur verteilt werden, was erwirtschaftet wird, damit ist Effizienz selbst bereits ein Gerechtigkeitspostulat. Auch Rechtssicherheit ist effizient. Die ökonomischen Effizienz-Argumente sind daher in ein politisches Verfahren zur Auflösung von Wertkonflikten einzubringen: «Dies soll im Rahmen einer Gesetzesfolgen-Abschätzung geschehen, bei der gesetzliche Regelungen systematisch auf ihre volkswirtschaftlichen Auswirkungen hin überprüft werden.»

Eine heutige Forderung bestehe darin, dass die ökonomischen Analysemethoden Eingang in den

Managergehälter als Spiegel der Verhandlungsmacht Vorschläge zur besseren Berücksichtigung der Aktionärsinteressen

Von Karl Hofstetter*

Machteinfluss der CEO, dem die (an sich «unabhängigen») Kompensationsausschüsse der Aufsichts- bzw. Verwaltungsräte amerikanischer Firmen ausgesetzt sind. Statt um eine Lohnverhandlung, bei der beide Seiten engagiert und gut informiert ihre gegensätzlichen Interessen vertreten, handelt es sich bei der Festlegung der Topsaläre laut den Autoren um eine Veranstaltung, bei der alle, vereinfacht gesagt, mehr auf der Seite des CEO denn der Aktionäre stehen. Es werden vielfältige und subtile entsprechende Mechanismen aufgezeigt; zwei sollen hier erwähnt werden:

– CEO, die in den USA häufig zugleich Vorsitzende des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrats sind, reden bei der Nomination von dessen Mitgliedern (trotz «unabhängigen» Nominationsausschüssen) nach wie vor ein gewichtiges Wort mit. Das schafft Loyalitäten, die bei den Salärverhandlungen nicht einfach unter den Tisch gekehrt werden können. Viele Mitglieder der Kompensationsausschüsse sind zudem selber aktive Topmanager, so dass sie ein Interesse an einem generell hohen Salärniveau für Manager haben.

– Die komplexen Entschädigungspakete von Topmanagern werden durchwegs unter Beizug von Beratungsfirmen festgelegt, deren Interessen ebenfalls eher auf der Seite des CEO liegen, von dem sie sich beispielsweise künftige Unternehmensmandate erhoffen können. Und es ist Usus, dass diese Beratungsfirmen Saläre im oberen Bereich der Marktspanne vorschlagen. Daraus ergibt sich auf den gesamten Markt bezogen eine nie endende Spirale.

Die Autoren zeigen auch auf, dass ein signifikanter Teil der Entschädigungen von Topmanagern, etwa Einzahlungen in Vorsorgeeinrichtungen, selbst im offengelegten Amerika nur «getarnt» in den Jahresberichten aufscheinen. Das werten sie als weiteres Indiz für den Versuch der Übervorteilung der Aktionäre durch die Topmanager und deren Aufsichtsgremien.

Was schlagen Bebchuk und Fried vor? Anders als vielleicht typische Europäer sehen sie das Heil nicht in einer Obergrenze für Saläre, sondern in deren konsequenter Anbindung an Leistungsindi-

Fächerkanon der juristischen Fakultäten finden, und zwar unter der Überschrift «Ökonomische Theorie des Rechts». An der Universität St. Gallen wurde mit der Umstellung auf das Bologna-Modell konsequent auch ein integrierter juristischer Lehrgang mit Bachelor und Master in «Law and Economics» geschaffen. Ab dem ersten Semester wird Wissen ökonomischer Fächer vermittelt und dann zunehmend in juristische Fragestellungen integriert. Heute sind verschiedene juristische Disziplinen, vor allem solche des Wirtschaftsrechts, ohne solides ökonomisches Wissen kaum mehr betreibbar. Wer will Gesellschaftsrecht betreiben, ohne mit Rechnung und Bilanz umgehen zu können? Kann Unternehmenssteuerrecht ohne solide Kenntnis von Rechnungslegung und betriebswirtschaftlichen Voraussetzungen gepflegt werden? Wer will Wirtschaftskriminalität alleine mit dem Strafgesetzbuch verfolgen? Ist Wettbewerbsrecht ohne Kenntnis von Markttheorien und -analysen verständlich?

Und eben: Bei Gesetzgeber und Regulatoren sollten systematisch Kosten-Nutzen-Analysen verlangt werden. Es ist fast eine Ironie, wenn etwa die EBK an der Jahrespressekonferenz «Regulierung nach Mass» verspricht, im Jahresbericht aber systematisch Kosten-Nutzen-Analysen wortreich ablehnt (vgl. EBK-JB 2004, S. 31). Im Herbst dieses Jahres findet an der Universität St. Gallen die erste internationale wissenschaftliche Tagung zum Thema Law and Economics (New Frontiers in Law and Economics) statt. Richard Posner will da vortragen zum Thema «What Is Law and Economics Today?». Die Rezension von Mathis' Werk soll anregen, schon heute darüber nachzudenken.

Klaus Mathis: Auf der Suche nach den philosophischen Grundlagen der Ökonomischen Analyse des Rechts. Duncker & Humblot, Berlin 2003. 219 S., € 74.–.

katoren zugunsten der Aktionäre. Die Festlegung bzw. Aushandlung dieser Indikatoren und der damit verbundenen komplexen Pakete soll weiterhin bei den Kompensationsausschüssen verbleiben. Den Aktionären soll aber bei der Nomination von Aufsichts- bzw. Verwaltungsratsmitgliedern eine gewichtiger Rolle zukommen. Die Autoren formulieren Vorschläge zum US-Recht; sie befürworten insbesondere eine (bis anhin nicht bestehende) Verpflichtung der Unternehmen, Gegenkandidaten grösserer Aktionäre ins Stimmmaterial («proxy material») aufzunehmen, das den Aktionären im Vorfeld von Wahlen ins Aufsichtsgremium zugesandt wird. Dieser Vorschlag wird in den USA seit einiger Zeit heftig diskutiert.

Subtile Vereinnahmung

Was ist die Relevanz der in den USA stark beachteten Untersuchungen der beiden Autoren für europäische Länder? Der amerikanische Einfluss auf die Salärpraktiken in Europa (etwa bei DaimlerChrysler, Mannesmann, UBS oder Novartis) ist offensichtlich. Die rechtlichen und wirtschaftlichen Strukturanalysen der beiden Autoren sind nur schon deshalb aufschlussreich. Im Übrigen sind, den Unterschieden in den rechtlichen Rahmenbedingungen zum Trotz, die Praktiken und Kulturen in den obersten Etagen europäischer Publikumsgesellschaften mit den amerikanischen vergleichbar. Dazu gehört auch die Gefahr der subtilen Vereinnahmung der Aufsichtsgremien durch das Topmanagement. Das spricht im Prinzip überall für eine gezielte Verstärkung der Rolle der Aktionäre bei der Überwachung und Nomination von Mitgliedern der Aufsichtsgremien. Die analytisch konsequenten und empirisch abgestützten Schlussfolgerungen der Autoren werden deshalb auch die europäischen Corporate Governance-Diskussion bereichern.

Lucian Bebchuk und Jesse Fried: Pay without Performance – The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. Harvard University Press, Cambridge (MA) / London 2004. 304 S., € 26.–.

WIRTSCHAFTSBÜCHER IN KÜRZE

Delikatesse aus dem Haus Diethelm Keller

nz. Unter dem Dach der Diethelm Keller Holding Ltd. hat sich – nach dem Zusammengehen mit Siber-Hegner 2002 – ein schlagkräftiger Welthandelkonzern formiert, der alte Wurzeln in mehreren asiatischen Ländern hat, aber unverkennbar seine Schweizer Identität bewahrt. Im Buch «The Fan Tree Company» ist das Wirken der Familien Diethelm, Keller, Siber und Hegner aufgearbeitet worden. Friedemann Bartu, langjähriger Südostasien-Korrespondent der «Neuen Zürcher Zeitung» und nunmehr NZZ-Redaktor mit der Zuständigkeit Tourismus, hat die umfangreichen Firmenarchive ausgewertet und eine Chronik in englischer Sprache vorgelegt. Bei der Lektüre bietet es sich an, bedeutende Stationen in der Geschichte der Handelsfamilie mit eigenem Gusto, durchschaue auch voneinander losgelöst, aufzunehmen; Bartu ist es gelungen, die Texte geschickt in den jeweiligen geschichtlichen Kontext einzubetten. Es wurde also nicht die Geschichte der einzelnen Familien und ihrer Verästelungen über Generationen hinweg in strenger Chronologie nachgezeichnet, sondern es wurde das Leben des einzelnen Handelsmannes in Asien ins Zentrum gerückt. Spannend ist etwa ein Kapitel zum Vordringen japanischer Kaufleute, die mit ihren Textilien dem Aussenposten der Familie Diethelm in Singapur in den zwanziger Jahren des letzten Jahrhunderts in Rekordzeit das Wasser abruben. In der Folge schnupperte man, zusammen mit der

Ed. A. Keller & Co. Ltd., in der Höhle des Löwen, wo sich Siber & Brennwald mit Sitz in Yokohama schon 1865 eingemistet hatte. Aus dem Buch «Fan Tree» (Fächerpalme) erfährt man viel Wissenswertes über Gebräuche in fernen Ländern wie auch über jene Firma, die bei der Entwicklung des Handels zwischen der Schweiz und Asien einen grossen Beitrag leistete und weiterhin leistet.

Friedemann Bartu: The Fan Tree Company. Diethelm Keller Holding Ltd. Zürich 2005.

Der andere GZZ-Stein von Nestlé

Bi. Die Geschichte von Nestlé, dem heute weltgrössten Nahrungsmittelkonzern, wird trotz nicht gerade üppiger Quellenlage zumeist von seinem Gründer und Namensgeber, dem deutschen Apothekergerhild Heinrich Nestlé, und der späteren Firma «Farine Lactée Henri Nestlé» in Vevey her aufgearbeitet. Die Vorgeschichte und die familiären Hintergründe der Anglo-Swiss Condensed Milk Company der amerikanischen Brüder Page, die in Cham die erste Kondensmilchfabrik in Europa gründeten und deren Firma 1905 nach erbittertem Konkurrenzkampf mit Nestlé fusionierte, sind zumindest weniger geläufig. Nun liegt eine Biografie über den zupackenden und durchsetzungsstarken Bauern und Unternehmer George Ham Page (1836–1899) vor. Page war der Sohn amerikanischer Siedler, der die von seinem jüngeren Bruder mit Investoren gegründete

Anglo-Swiss 33 Jahre lang energisch geführt und zum Weltkonzern ausgebaut hatte. Das Buch ist, was dieses Kapitel der Nestlé-Geschichte betrifft, eine gute Ergänzung zur 1991 erscheinenden Jubiläumsschrift (125 Jahre) von Jean Heer über den Viviser Konzern. Die Autoren gehen über das Wirtschaftsgeschichtliche hinaus in die Familien hinein und nahe an die Personen heran und lassen sowohl den Naturgeist der abenteuerlichen Pioniere Amerikas als auch den Arbeits- und Lebensstil ihrer Nachfahren hautnah und ausgiebig spüren. Das Buch ist populäre Wirtschaftsgeschichte, reich bebildert und mit unveröffentlichtem Material sowie erläuternden Zusatztexten auf der Basis der Biografie einer starken unternehmerischen Persönlichkeit.

Michael van Orsouw, Judith Stadlin, Monika Imboden: George Page. Der Milchpionier. Die Anglo-Swiss Condensed Milk Company bis zur Fusion mit Nestlé. Verlag Neue Zürcher Zeitung, Zürich 2005. 192 S., Fr. 48.–.

Auch das ist Ökonomie

gho. Was ist von einem Ökonomen zu halten, der von sich selbst behauptet, dass er keine Ahnung habe, ob Deflation gut oder schlecht sei oder ob die Wirtschaft schrumpfen oder wachsen werde? Bevor man antwortet, sollte man wissen, dass dieser Ökonom, Steven Levitt, 2003 die John-Bates-Clark-Medaille erhalten hat, die jedes zweite Jahr an den besten Ökonomen unter Vierzig verliehen wird. Levitt nutzt zwar die

Instrumente der Ökonomie, wendet sie aber auf jedes erdenkliche Phänomen an. Bekannt geworden ist er durch seine empirisch unterlegte These, dass der Rückgang der Kriminalität Ende der neunziger Jahre in den USA auf die Legalisierung der Abtreibung zurückzuführen sei. Weniger provokant, aber dennoch spannend sind weitere Themen des Buches: Es werden die Anreize von Lehrern aufgedeckt, bei den Tests ihrer Schüler zu schummeln. Es wird beschrieben, dass ein einfacher Drogendealer in Chicago weniger als den Mindestlohn verdient; wie in jeder anderen Firma wartet er auf seine Chance aufzusteigen. Diskriminierung wird anhand von Entscheidungen in Quiz-Shows aufgezeigt. Im ganzen Buch ist die Freude zu spüren, mit der Levitt versucht, herkömmliche Gedankengänge herauszufordern. Koautor Stephen Dubner, Journalist bei der «New York Times», sorgte dafür, dass auch kompliziertere Zusammenhänge verständlich bleiben. Zusammen haben Levitt und Dubner ein faktenreiches und zugleich unterhaltsames Buch geschrieben.

Steven D. Levitt und Stephen J. Dubner: Freakonomics: A Rogue Economist Explores the Hidden Side of Everything. William Morrow, New York 2005. 242 S., \$ 25.95.

Verantwortlich für «Ökonomische Literatur»:

Beat Gygi, Beat Brenner

Die nächste Seite erscheint am 2. Juli.

Managergehälter als Spiegel der Verhandlungsmacht

Vorschläge zur besseren Berücksichtigung der Aktionärsinteressen

Von Karl Hofstetter*

Corporate-Governance-Diskussionen in der europäischen Öffentlichkeit werden vom Thema «Gehälter der Manager» dominiert. Das ist in den USA nicht anders – und zumindest in diesem Land zu Recht. Dies ist eine Schlussfolgerung, die man dem Buch von Lucian Bebchuk (Harvard Law School) und Jesse Fried (Boalt Hall, Berkeley) entnimmt. Europäischen Beobachtern sind die Managergehälter in den USA nur schon wegen ihrer Höhe suspekt. Jahressaläre in zwei- bis dreistelliger Millionenzahl sind für den auf egalitäre Fairness bedachten typischen Europäer a priori inakzeptabel. Die Diskussion gerät dadurch aber in Gefahr, sich ideologisch und politisch zu verlieren. Ganz anders die scharfe Kritik an den amerikanischen Praktiken bei Bebchuk und Fried, die rechtlich und ökonomisch fundiert ansetzt.

Die Leistung zählt wenig

Als Ausgangspunkt dient den Autoren die primäre Aufgabe jedes Unternehmensmanagements: die langfristige Optimierung der Aktionärsinteressen. Die US-Managersaläre wurden mit diesem Ziel seit den neunziger Jahren sehr stark «leistungsbezogen» konzipiert, wobei Optionen auf Unternehmensaktien eine zentrale Rolle spielten. Die Autoren zeigen unter Bezugnahme auf verschiedene empirische Recherchen auf, dass die US-Managerentschädigungen jedoch häufig wenig mit echten Leistungen zugunsten der Aktionäre zu tun haben. Das gilt für die Fixsaläre wie auch die flexiblen Entschädigungskomponenten in Form von Boni, Aktien und vor allem Optionen. Als besonders gravierend taxieren die Autoren die wirtschaftlich nicht zu rechtfertigenden Abgangsentschädigungen an Manager, die wegen mangelnder Leistungen den Hut nehmen mussten.

Bebchuk und Fried orten den Grund für die beschriebenen Verzerrungen in erster Linie im Machteinfluss der CEO, dem die (an sich «unabhängigen») Kompensationsausschüsse der Aufsichts- bzw. Verwaltungsräte amerikanischer Firmen ausgesetzt sind. Statt um eine Lohnverhandlung, bei der beide Seiten engagiert und gut informiert ihre gegensätzlichen Interessen vertreten, handelt es sich bei der Festlegung der Topsaläre laut den Autoren um eine Veranstaltung, bei der alle, vereinfacht gesagt, mehr auf der Seite des CEO denn der Aktionäre stehen. Es werden vielfältige und subtile entsprechende Mechanismen aufgezeigt; zwei sollen hier erwähnt werden:

- CEO, die in den USA häufig zugleich Vorsitzende des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrats sind, reden bei der Nomination von dessen Mitgliedern (trotz «unabhängigen» Nominationsausschüssen) nach wie vor ein wichtiges Wort mit. Das schafft Loyalitäten, die bei den Salärverhandlungen nicht einfach unter den Tisch gekehrt werden können. Viele Mitglieder der Kompensationsausschüsse sind zudem selber aktive Topmanager, so dass sie ein Interesse an einem generell hohen Salärniveau für Manager haben.
- Die komplexen Entschädigungspakete von Topmanagern werden durchwegs unter Beizug von Beratungsfirmen festgelegt, deren Interessen ebenfalls eher auf der Seite des CEO liegen, von dem sie sich beispielsweise künftige Unternehmensmandate erhoffen können. Und es ist Usus, dass diese Beratungsfirmen Saläre im oberen Bereich der Marktspanne vorschla-

gen. Daraus ergibt sich auf den gesamten Markt bezogen eine nie endende Spirale.

Die Autoren zeigen auch auf, dass ein signifikanter Teil der Entschädigungen von Topmanagern, etwa Einzahlungen in Vorsorgeeinrichtungen, selbst im offenlegungsfreundlichen Amerika nur «getarnt» in den Jahresberichten aufscheinen. Das werten sie als weiteres Indiz für den Versuch der Übervorteilung der Aktionäre durch die Topmanager und deren Aufsichtsgremien.

Was schlagen Bebchuk und Fried vor? Anders als vielleicht typische Europäer sehen sie das Heil nicht in einer Obergrenze für Saläre, sondern in deren konsequenter Anbindung an Leistungsindikatoren zugunsten der Aktionäre. Die Festlegung bzw. Aushandlung dieser Indikatoren und der damit verbundenen komplexen Pakete soll weiterhin bei den Kompensationsausschüssen verbleiben. Den Aktionären soll aber bei der Nomination von Aufsichts- bzw. Verwaltungsratsmitgliedern eine gewichtigere Rolle zukommen. Die Autoren formulieren Vorschläge zum US-Recht; sie befürworten insbesondere eine (bis anhin nicht bestehende) Verpflichtung der Unternehmen, Gegenkandidaten grösserer Aktionäre ins Stimmmaterial («proxy material») aufzunehmen, das den Aktionären im Vorfeld von Wahlen ins Aufsichtsgremium zugesandt wird. Dieser Vorschlag wird in den USA seit einiger Zeit heftig diskutiert.

Subtile Vereinnahmung

Was ist die Relevanz der in den USA stark beachteten Untersuchungen der beiden Autoren für europäische Länder? Der amerikanische Einfluss auf die Salärpraktiken in Europa (etwa bei DaimlerChrysler, Mannesmann, UBS oder Novartis) ist offensichtlich. Die rechtlichen und wirtschaftlichen Strukturanalysen der beiden Autoren sind nur schon deshalb aufschlussreich. Im Übrigen sind, den Unterschieden in den rechtlichen Rahmenbedingungen zum Trotz, die Praktiken und Kulturen in den obersten Etagen europäischer Publikumsgesellschaften mit den amerikanischen vergleichbar. Dazu gehört auch die Gefahr der subtilen Vereinnahmung der Aufsichtsgremien durch das Topmanagement. Das spricht im Prinzip überall für eine gezielte Verstärkung der Rolle der Aktionäre bei der Überwachung und Nomination von Mitgliedern der Aufsichtsgremien. Die analytisch konsequenten und empirisch abgestützten Schlussfolgerungen der Autoren werden deshalb auch die europäische Corporate Governance-Diskussion bereichern.

Lucian Bebchuk und Jesse Fried: Pay without Performance – The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. Harvard University Press, Cambridge (MA) / London 2004. 304 S., € 26.–.

* Prof. Karl Hofstetter, Universität Zürich, ist zurzeit Gastprofessor für Comparative Corporate Law & Corporate Governance an der Harvard Law School, Cambridge, USA.