



**University of  
Zurich**<sup>UZH</sup>

**Zurich Open Repository and  
Archive**

University of Zurich  
University Library  
Strickhofstrasse 39  
CH-8057 Zurich  
[www.zora.uzh.ch](http://www.zora.uzh.ch)

---

Year: 2008

---

## **Marktwirtschaft quo vadis?: Überlegungen zu alarmierenden Entwicklungen und Befindlichkeiten**

Volkart, Rudolf

Other titles: *Quo vadis économie de marché?: réflexion sur quelques situations et développements alarmants*

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-11797>

Journal Article

Published Version

Originally published at:

Volkart, Rudolf (2008). *Marktwirtschaft quo vadis?: Überlegungen zu alarmierenden Entwicklungen und Befindlichkeiten*. *Der Schweizer Treuhänder*, (12):978-986.

Der vorliegende Beitrag entstand im Wortlaut während des Jahres 2004. Auslöser waren durch den Verfasser kritisch verfolgte Entwicklungen jener Zeit des Wiederaufschwungs nach dem Platzen der Internet-Blase. Der Autor sah schliesslich aus verschiedenen Gründen von einer Veröffentlichung des Aufsatzes ab. Vor dem Hintergrund der aktuellen Finanzkrise mögen die damals formulierten, hier nur leicht gekürzt publizierten Gedanken von nicht unerheblichem Interesse sein.

RUDOLF VOLKART

## MARKTWIRTSCHAFT QUO VADIS? Überlegungen zu alarmierenden Entwicklungen und Befindlichkeiten

### 1. VOM SHAREHOLDER VALUE ZUR CORPORATE GOVERNANCE

Die in den neunziger Jahren dominierende Shareholder-Value-Debatte wurde nach der Jahrtausendwende durch die Corporate-Governance-Diskussion abgelöst, überlagert vom Thema einer immer breiter diskutierten Managemententlohnungs-Problematik. In vielen Stellungnahmen wurden die eskalierende Bonuszahlungen an Topmanager mit so verschiedenen Aspekten wie Wachstumsschwäche, Corporate Governance und Shareholder Value, wachsenden Gewinnausweisen, Stellenabbau und Kostensparen, Internationalisierung und Globalisierung oder etwa dem «Diktat von Wall Street» in Verbindung gebracht. Mit den folgenden Ausführungen soll etwas Licht in die grösseren Zusammenhänge gebracht werden. Dabei ist auch vor fragwürdigen Befindlichkeiten der modernen Marktwirtschaft nicht haltzumachen. Diese werden in der Öffentlichkeit teilweise nicht oder zu wenig bewusst wahrgenommen.

Zu den bedenklichen Entwicklungen gehören nach der hier vertretenen Ansicht die im Sinne eines problematischen Expectations Management durch Firmenleitungen praktizierten «Gewinnausspieler», eine bei US-Gesellschaften zu häufig zu beobachtende Praxis. Dazu kommen die Wall-Street-Praktiken mit dem Geschäft von Fusionen und Firmenübernahmen, *M & A (Mergers & Acquisitions)*. Das M & A-Geschäft wird zusehends globaler, nimmt immer grössere Volumen an und schlägt sich in eigentlichen Mega-Fusionen nieder. Dabei verschimmen Ursachen und Wirkungen zwischen den Transaktionen an sich und dem M & A-Business interessensmässig zum Teil, und das immer härter geführte

Spiel des «Übernehmens oder Übernommenwerdens» nimmt phasenweise eine gefährliche Eigendynamik an. Dass die Anliegen vieler Arbeitnehmer auf der Strecke und oft Frustration und Entfremdung übrig bleiben, erstaunt vor diesem Hintergrund nicht.

### 2. CORPORATE GOVERNANCE, MANAGER- ENTLÖHNUNG UND AKTIONÄRSINTERESSEN

Die aktuelle Diskussion kreist bei verschiedenen Grossunternehmen um die exzessiven Managerkompensationen, vor allem als variabler Teil mittels Bonusentrichtungen in Form von Cash, Aktien und Optionen oder auch als potentiell oder effektiv entrichtete Abgangs- oder Fusionsentschädigungen. Von einer wohl nicht übertriebenen Feststellung darf sicher ausgegangen werden: Bei nicht wenigen grossen Konzernen und Gesellschaften, namentlich solchen nordamerikanischer Provenienz und vor allem im Finanzsektor, haben die Topmanagement- (und teils Board-)Kompensationen absolute und relative Höhen erreicht, die einer nachhaltigen Entwicklung zuwiderlaufen. Natürlich ist es weder theoretisch noch praktisch möglich, ein «noch haltbares» oberstes Gehalt «objektiv» zu definieren. Aber bei den heute vereinzelt anzutreffenden Kompensationsexzessen lassen die exorbitanten Grössenordnungen eine Diskussion überflüssig erscheinen. Ein namhafter angelsächsischer Wirtschaftsspezialist und Buchautor, *Charles Handy*, hat davor schon 1997 eindrücklich gewarnt:

«Mega earnings to a few and peanuts to the rest is not what the markets were supposed to deliver [...]» (Handy 1997, S. 13).

Interessant sind die oftmals ins Feld geführten Argumente der (1) Sachzwänge – unter Unterstellung offener, funktionierender Märkte für oberste Führungskräfte –, (2) die an der Wall Street vorherrschende Praxis, die z. B. im Finanzsektor ein Abweichen von den exorbitant hohen Salarierungen gar nicht erlauben würde, und (3) die materielle Berechtigung der von den profitierenden Aktionären letztlich gutgeheissenen Salarierungen.

Nach Ansicht verschiedener Ökonomen kann indessen nicht wirklich von einem «offen» funktionierenden Markt für Topmanager gesprochen werden. Dies trifft wohl weder



RUDOLF VOLKART,  
PROF. DR. OEC. PUBL.,  
ORDINARIUS EMER. FÜR  
CORPORATE FINANCE,  
SWISS BANKING INSTITUTE,  
UNIVERSITÄT ZÜRICH,  
SENIOR PARTNER, IFBC AG,  
ZÜRICH

national noch international oder gar global zu. In diesem Zusammenhang wäre es vielleicht interessant, die Marktreaktionen zu beobachten, die öffentliche Ausschreibungen extrem hoch bezahlter Chairman- oder CEO-Stellen hervorrufen würden. Oder anders gefragt: Welcher Konzernchef würde bei deutlicher Tiefersetzung seines Gehalts sein Land des anderswo lockenden Geldes wegen verlassen?

Was die Vergleiche mit den an der Wall Street üblichen Kompensationen anbelangt, ist folgendes festzuhalten. Einmal sind es nach der hier vertretenen Ansicht vor allem die im Investment Banking üblichen, von Transaktionssummen abhängigen Entschädigungsmuster, welche einen preistreibenden Einfluss auf die Kompensationen von Topmanagern (und Verwaltungsrats- bzw. Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern) ausüben. Auch hier kann im grossen Geschäft kaum von einem funktionstüchtigen Markt gesprochen werden, wenn man etwa an eigentliche Seilschaften von Investmentbankern denkt. Dazu kommen die überaus hohen Zahlungen an zumindest kurzfristig erfolgreiche Trader. Man kann sich fragen, ob die exzessiven Preis- und Kompensationsschemen nordamerikanischen Musters nicht ganz grundsätzlich als krank bezeichnet werden müssen. Hinzu kommt die Problematik tendenziell durch diese Mechanismen hochgetriebener Firmentransaktionspreise.

Sehr fragwürdig erscheint uns das Argument, dass die hohen Kompensationen letztlich durch die von den Managementleistungen profitierenden Aktionäre genehmigt würden. Erstens ist die Corporate Governance zur Kontrolle der Management Compensation durch die Anteilseigner von reinen Publikumsgesellschaften bis anhin völlig unzureichend – vielleicht mit Ausnahme von Grossbritannien, wo neue Regulierungen bereits eine gewisse Wirkung zeigen –, und zweitens ist auch die – notwendigerweise risikogerecht auszulegende – Leistungsmessung von Topmanagern und deren Einschätzung ein nicht befriedigend gelöstes Problem. Der Preisaufruf haussierender Börsen zum Beispiel recht-

fertigt jedenfalls keine überhöhte Wertabzweigung durch das Management, und dies in direkter Beeinträchtigung der Aktionärsinteressen und jener des Unternehmens an sich.

Was die Stellung des Aktionariats bei grossen Publikumsgesellschaften betrifft, stellt dieses zumeist keine homogene Gruppe dar, und in der Regel besitzen institutionelle Investoren ein hohes Gewicht. In vielen Fällen bringen diese, von namhaften Ausnahmen abgesehen, keine echte Corporate Governance auf, obwohl sie zum Beispiel im Fall von Pensionskassen letztlich auch für den kleinen Sparer und Arbeitnehmer handeln müssten; von der zumeist fehlenden Corporate Governance privater, dem Streubesitz zuzurechnender Aktionäre gar nicht zu sprechen (Cocca/Volkart 2002 und 2004).

### 3. GEWINNWACHSTUM, STELLENABBAU UND KOSTENSPAREN

Die gegenwärtig wieder stark zunehmenden Unternehmensgewinne kontrastieren für die Öffentlichkeit oft stossend mit dem vielerorts intensivierten Stellenabbau. Und viele Arbeitnehmer stehen den täglich an sie gerichteten Kostensparapellen immer verständnisloser gegenüber. Zu der in diesem Zusammenhang wichtigen Informations- und Kommunikationspolitik von betroffenen Gesellschaften sei hier nur kurz folgendes vermerkt: Vereinzelt wurden in Medienberichten in einem Zug Zahlen zur Gewinnerzielung, zur aktuellen Bonusentrichtung, zum laufenden Stellenabbau sowie zur Kompensation von CEO und Chairman vermittelt. Eine solche Informationsvermittlung, wer auch immer für die Medienaufbereitung «zuständig» war, erzeugt Bitterkeit und Resignation. Jedenfalls sprechen die von uns vereinzelt beobachteten Negativreaktionen von Arbeitnehmer- und – aus Firmensicht besonders bedenklich – von Kundenseite eine deutliche Sprache.

Was den Stellenabbau betrifft, gilt es folgendes zu überlegen. Zum einen geht es um sinnvolle, ökonomisch notwen-

dige Umpositionierungen, wenn Überkapazitäten nicht mehr rentabler Geschäftsbereiche abzubauen sind. Dies liegt nachhaltig betrachtet im Interesse aller: der Volkswirtschaft, des Unternehmens, aber auch seiner auf Dauer beschäftigten Arbeitnehmer, der Aktionäre und schliesslich auch der Kunden. Zum andern, und dies ist die andere Seite der Medaille, geht es in einzelnen Bereichen um die Verteilung von immer mehr Arbeit auf immer weniger Arbeitnehmer. Teilweise ist dies eine direkte Folge von Globalisierung und internationaler Konkurrenzierung; dies namentlich dann, wenn man an Branchen mit Billiglohnländer-Bezug denkt. Dient der Stellenabbau hier der Existenzsicherung der betroffenen Unternehmen, ist dies ökonomisch sinnvoll, auch wenn damit schmerzhaft Anpassungsprozesse verbunden sind. Zu beachten ist aber, dass die viel «gelobte» Globalisierung nicht nur Gewinner, sondern auch viele Verlierer hervorruft (Stiglitz 2004, S. 209 ff.).

Werden Kostenstraffung und Stellenabbau indessen exzessiv zugunsten des Gewinnwachstums betrieben, ist ein firmeninternes Konfliktpotential vorprogrammiert und die Nachhaltigkeit in Frage gestellt. Gefordert ist hier die oberste Führung, die firmenkulturelles und geschäftsethisches Fingerspitzengefühl praktizieren muss. Eine rechtliche und politische Rahmgebung einer global gewordenen Marktwirtschaft als Ganzes sollte wohl in Zukunft für neue Spielregeln sorgen. Nur so könnte einer um sich greifenden Kurzfristoptik entgegengewirkt werden, wenn, um es mit dem Privatbankier Konrad Hummler zu sagen,

«allzu viel Augenmerk auf die kurzfristigen Erfolge (Einsparungen von Personalkosten, Steigerung der dem Kunden abgezackten Kommissionserträge) gelegt wird.» (Hummler 2004)

Paaren sich Stellenabbau und Kostensparen nicht nur mit einer Gewinneskalation, sondern auch mit höheren Boni auf den oberen Führungsetagen, so erscheint der vom Bankier Hans J. Bär verwendete Begriff eines «Klassenkampfes von oben» (Bär 2004, S. 409) nicht unangebracht. Nach der hier vertretenen Ansicht stellen verschiedene der aktuellen Entwicklungen die Nachhaltigkeit der Marktwirtschaft im weitesten Sinn in Frage. Offen bleibt dabei, welche Mechanismen oder Sachzwänge einen hier in Gang gekommenen Wirkungskreis dereinst bremsen oder gar aufbrechen könnten.

Wird die Tragweite der aktuellen Kompensationsproblematik unterschätzt, besteht die Gefahr sozialer Spannungen und weiterer Folgewirkungen. Über direkte Eingriffe der Politik in die Unternehmensfreiheit als Folge der Übertreibungen bei den Managerlöhnen, verbunden mit Stellenabbau und Sparrunden, wird man sich dann nicht wundern müssen. Die damit verbundene Gefährdung von Freiheit und Marktwirtschaft erscheint uns als eine der schwerwiegendsten Konsequenzen, die es unbedingt zu verhindern gilt.

#### 4. ZUM ARGUMENT DER WACHSTUMSSCHWÄCHE NACH 2002

In Diskussionen über die Entlohnung des Topmanagements wird nicht selten an der Sache vorbeigeredet oder einer echten Sichtbarmachung der wirklichen Probleme ausgewichen. Ein

Beispiel dafür ist die immer wieder strapazierte Aussage, das aktuelle (2004) Problem sei ein ganz anderes als die Kompensationen, nämlich die zunehmend beklagte generelle Wachstumsschwäche. Solche Argumentationen sind einer fruchtbaren Diskussion wenig förderlich. Die Problematik von Kompensationsexzessen lässt sich jedenfalls nicht mit Hinweis auf eine ganz anders gelagerte Problemebene wegdiskutieren oder gar aus der Welt schaffen. Vielmehr würde die Wachstumsschwäche ihrerseits Selbstkritik und Zurückhaltung bei der Bonusentrichtung der obersten Führungsleute nahelegen.

Zu wünschen ist auch aus dieser Sicht die Förderung wirksam funktionierender Märkte für Topmanager, die einer echten Preis- bzw. Gehaltsbildung förderlich wäre. Vielleicht liesse sich der Wachstumsschwäche auch dadurch begegnen, dass vermehrt «unabhängige» und nicht über Beziehungsnetze portierte Führungstalente ihre Fähigkeiten entfalten könnten. In diesem Zusammenhang sei das Beispiel der DaimlerChrysler-Fusion und des verantwortlichen CEO erwähnt, die zu einer immensen Wertvernichtung für die Daimler-Aktionäre führte. Seit 1999 verlor der DaimlerChrysler-Titel (bis 2004) über 50% seines damaligen Wertes. Die vom Konzernchef Jürgen Schrempp erträumte «Vision» einer «Welt AG» war ein riesiger Fehlschlag, und trotzdem dauerte es über fünf Jahre, bis sich private Aktionäre wie auch Fondsgesellschaften endlich lautstark gegen ihn zu wenden begannen.

#### 5. AKTIONÄRE, TOPMANAGEMENT UND ARBEITNEHMER ALS STAKEHOLDERS

Die hier diskutierten Sachverhalte führen immer wieder zurück auf die Interessenlage von mindestens drei tangierten Stakeholder-Gruppen: das Topmanagement, die Aktionäre und die Arbeitnehmenden.

Während die Shareholder-Value-Bewegung der neunziger Jahre notwendig war, um die berechtigten Aktionärsinteressen ins Bewusstsein zu rufen, führten die in der Folge implementierten Wertmanagement- und Kompensationssysteme vielerorts zu einer zunehmenden Wertabschöpfung des Managements zulasten der Anteilseigner – ein angesichts unzureichender Corporate Governance rückblickend nicht weiter erstaunliches Phänomen.

Die heute in verschiedenen Unternehmen laufenden Systemveränderungen, allen voran die Abschaffung ungeeigneter, weil zu risikoeffensiver Optionsprogramme, haben eine weitere Problematik verschärft: die Ausrichtung von Entscheidungen des Managements an den Markterwartungen «um jeden Preis» (vgl. Abschnitt 6.), ein der Nachhaltigkeit und den Interessen der meisten Stakeholders tendenziell abträgliches Phänomen.

Wenn die Märkte, namentlich die Aktienbörsen, vollkommen und das Aktionärsverhalten überwiegend an einer nachhaltigen, langfristigen Wertgenerierung ausgerichtet wären, könnte ein auf die Erwartungen der Finanzinvestoren ausgerichtetes Managementverhalten wohl zu sinnvollen, Nachhaltigkeit schaffenden Dispositionen führen. Degenerieren die Märkte und auch das Verhalten vieler Anteilseigner indessen in Richtung einer übersteuerten Kurzfristorientie-

lung und Kurzsichtigkeit, so können die beschriebenen Mechanismen in ökonomisch fragwürdige Managemententscheidungen münden. Leider richten sich viele Aktionäre mehr oder weniger kurzfristig aus.

Firmenleitungen von Publikumsgesellschaften können unter dieser Perspektive dazu neigen, Entscheidungen zu fällen, die weder den langfristig orientierten Anteilseignern noch den Arbeitnehmern zugute kommen. Vielmehr sind es die auf das kurzfristige Trading konzentrierten Aktionärsgruppen, die von rasch möglichen Kapitalgewinnen profitieren – dies zulasten der nachhaltigen Entwicklung von Unternehmen, Arbeitsplätzen und der Interessen langfristig denkender Anteilseigner.

## 6. KOSTENSPAREN, KURZSICHTIGKEIT UND WERTKOMMUNIKATION – VON DEN FINANZMARKTERWARTUNGEN ZUM «EPS-SPIEL»

Bei gut funktionierender Marktwirtschaft – im theoretischen Ideal vollkommene, vollständige Märkte mit einer wirksamen Wettbewerbsaufsicht und rational handelnden Finanzinvestoren – könnte somit die konsequente Wahrnehmung der (teils auch kurzfristigen) Aktionärsinteressen in Harmonie mit einer nachhaltigen Entwicklung liegen. Voraussetzung wäre allerdings eine wirklich wirksame, transparente Wertkommunikation nach aussen (Volkart 1998a, Labhart 1999, Moll 2002).

Was ist nun aber an den Aktienbörsen, empirisch belegt (vgl. insbesondere *Graham/Harvey/Rajgopal* 2004), effektiv zu beobachten? Viele Finanzmarktteilnehmer orientieren sich nicht an den Fundamentaldaten eines Unternehmens, d. h. auch an einer nachhaltigen finanziellen Wertgenerierung, sondern am Aktienmarkt im Sinne der kurzfristig zu erwartenden Kursentwicklung. Offensichtlichster Beleg für die Kurzsichtigkeit vieler Finanzmarktteilnehmer ist der zunehmend zu beobachtende Quartalsgewinn-«Fetischismus». Dabei kann von einem eigentlichen Gewinnspiel oder Earnings-Game gesprochen werden, wobei es vor allem um den Quartalsgewinn je Aktie, d. h. die «Quarterly EPS, Earnings per Share» geht.

«Die Finanzwelt hat Mühe im Umgang mit allem, was nicht Instant-Erfolge erzielt. Mühe mit Führungskräften, die nicht jedes Quartal – jedes Quartal, so ein Unsinn! – noch bessere Zahlen vorweisen können. Mühe im Umgang mit visionären Projekten, die meistens halt etwas länger dauern, [...]» (Hummler 2004)

Das EPS-Spiel funktioniert dabei wie folgt: Die Firmenleitungen von Publikumsgesellschaften und die diese begleitenden Finanzanalysten geben periodisch Quartalsgewinnprognosen, allenfalls auch nur Halbjahres- oder Jahresgewinnprognosen, ab. Die quartalsweise Kursentwicklung wird jetzt dominiert durch die Frage, inwieweit die Gewinnprognose durch das Management effektiv erfüllt werden kann. Grosse Unterschreitungen werden durch starke Kurseinbrüche bestraft, und moderate Unterschreitungen ebenfalls mehr oder weniger stark. Dies deshalb, weil hinter der Gewinnunterschreitung eine effektiv schlechtere Entwicklung vermutet werden kann. Dies wiederum ergibt sich aus dem durch den Markt antizipierten, nachfolgend weiter er-

läuterten EPS-Spiel, wonach die Manager wenn irgendwie möglich eine volle Prognoseerfüllung anstreben.

Die Erfüllung der Gewinnprognose schlägt sich in einer positiven Kursentwicklung nieder, eine Übererfüllung indes nur bedingt. Der Mechanismus ist aus ökonomischer Sicht fragwürdig: belohnt wird nicht erwartet oder unerwartet möglich gewordene Wertgenerierung, sondern der Grad der Erfüllung dessen, was die Firmenleitung bzw. die zum Teil direkt durch das Management informationsbedienten Finanzanalysten als Quartalsresultat prognostiziert haben.

---

*«Handelt es sich um kurzfristig inszenierte, aus strategischer Sicht fragwürdige Einkaufstouren, ist die finanzielle Wertvernichtung vorgespurt.»*

Und dies oft unbesehen der effektiv eingetretenen Umweltentwicklung und den damit gegebenen Rahmenbedingungen für das Unternehmen.

Ein zweites, ebenso starkes Phänomen ist die Gewinnglättung, das «smoothing earnings paths». Mit der Gewinnglättung wird versucht, dem Kapitalmarkt tiefere Firmenrisiken zu suggerieren.

«[...]almost all financial officers prefer a smoother earnings path to a more volatile path. Smoother earnings paths are perceived as less risky by investors, according to the CFOs. [...] In fact, three-fourths of managers are willing to give up small or moderate economic value to achieve smooth earnings path.» (Graham/Harvey/Rajgopal 2004, S. 37)

Dies steht in Gegensatz zu einem funktionierenden Marktmechanismus, wie er im Gedankengut der modernen Finance-Theorie verankert ist. Die auf eine sinnvolle marktwirtschaftliche Preisbildung angewiesene Kapitalallokation kann so in die Irre geleitet werden.

Problematisch wie das EPS-Spiel an sich ist die Messgrösse Gewinn, d. h. die *Earnings per Share (EPS)*. Die EPS enthalten die Mängel buchhalterisch definierter Zielgrössen, auch wenn die Rechnungslegung heute stark normiert ist (US GAAP, IFRS usw.). Dies betrifft beispielsweise das in EPS-Grössen vernachlässigte Risiko. Noch gravierender dürften die sich auf der Ebene der Unternehmensleitungen ergebenden Implikationen sein: Es findet unter Umständen nicht nur ein «Bias» der Gewinnprognosen im Hinblick auf die spätere Erfüllbarkeit statt, sondern – weitaus gefährlicher und der Marktwirtschaft recht eigentlich zuwiderlaufend – die Ausrichtung wichtiger Firmenentscheidungen an der schieren Erfüllung der EPS-Prognosen (vgl. auch *Fuller/Jensen* 2002).

Unter den alten Rechnungslegungspraktiken wurde dies oft (noch) durch Ausnützung der Accounting-Spielräume bewerkstelligt, wie die frühere Stille-Reserve-Politik der Schweizer Firmen belegt. Doch was geschieht unter dem Damoklesschwert eines Sarbanes-Oxley Act und straffer Normierung

der Rechnungslegung? Wie jüngste wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, leitet das Management nötigenfalls wertbeeinträchtigende Entscheidungen ein, wenn dies der Einhaltung der EPS-Prognosen dienlich ist.

«Managers candidly admit that they would take real economic actions such as delaying maintenance or advertising expenditure and even give up positive NPV projects to meet earnings benchmarks.»  
(Graham/Harvey/ Rajgopal 2004, S. 37)

Ein besonders krasses Beispiel dafür ist die kurzfristige Streichung von Forschungs- und Entwicklungsausgaben. Eine solche schlägt sich unmittelbar positiv im Gewinnausweis nieder, während mittel- bis langfristig mit Wertebussen für das tangierte Unternehmen zu rechnen ist.

Eine unter Umständen verhängnisvolle Spielvariante eines falsch gelebten Expectations Management kann sich bei börsenseitig massiv überbewerteten Aktien einer Gesellschaft ergeben. Oft ist das Management nicht bereit oder nicht in der Lage, mit entsprechenden Signalen auf eine Bewertungskorrektur hinzuwirken. Im Gegenteil: Es wird mit realwirtschaftlichen Massnahmen versucht, den überoptimistischen Erwartungen gerecht zu werden. Eine der möglichen Varianten stellen Firmenakquisitionen dar, mit denen das Umsatz- und Gewinnwachstum – wenn auch nicht firmenintern generiert – nach aussen vorteilhaft beeinflusst wird. Handelt

es sich um kurzfristig inszenierte, aus strategischer Sicht fragwürdige Einkaufstouren, ist die finanzielle Wertvernichtung vorgespurt.

Die besondere Absurdität des EPS-Spiels liegt in seiner sich selbst nährenden Wirkungskette begründet, die eine diffizile Rückkoppelungsschleife beinhaltet. Das Management geht davon aus, dass der Aktienmarkt kurzfristig nicht primär die

---

*«Offensichtlichster Beleg  
für die Kurzsichtigkeit vieler  
Finanzmarktteilnehmer ist der  
zunehmend zu beobachtende  
Quartalsgewinn-«Fetischismus».»*

Wertgenerierung belohnt, sondern die Erfüllung der Gewinnprognosen. Die dem kurzfristigen Trading verschriebenen Aktionäre und die Finanzanalysten ihrerseits nehmen an, dass das Management das Spiel erkennt und nach den Regeln dieses Spiels agiert. Ein Verfehlen der EPS-Prognose signalisiert in diesem Kreislauf, dass das Management keinen Spielraum zur Prognoseerfüllung besitzt, was seinerseits ein negatives Signal darstellt.

Eine Frage dazu sei hier noch erlaubt: Wer durchbricht dort, wo dies zutrifft, das Spiel als erstes? Die Aktionäre, eine emanzipierter agierende Finanzanalyse, oder das Management selbst? Letzteres ist durchaus möglich, wie etwa das Beispiel *Porsche* zeigt. Die Firmenleitung von Porsche stellte sich gegen das Diktat des EPS-Spiels und beschloss, keine Gewinnprognosen mehr zu liefern und die Konsequenzen des Marktes in Kauf zu nehmen, so die Verbannung aus dem M-DAX (NZZ Nr. 293 vom 13. Dezember 2002).

## 7. GLOBALISIERUNG, M&A, GRÖSSENWAHN UND MANAGERVERHALTEN

Um zurück zum Problem der Managemententlohnung zu kommen: Internationalisierung, Übernahmen, Fusionen, Branchenkonzentration, Wachstum, Mega-Mergers und die Entstehung global tätiger Giganten sind der Hintergrund, vor dem die aktuellen Entwicklungen entstehen konnten. Es sei hier die Aussage gewagt, dass die Bildung immer grö-

*«Es müsste doch möglich sein,  
einen Weg in eine bessere Gesellschaft  
zu finden.»*

serer, weltumspannender Konzerne, das auf dieser Welle reitende Investment Banking, die Ego-Entfaltung von Managern, der Zerfall von Ethik und Moral sowie die Kompensationsexzesse ein geschlossenes Ganzes bilden. Das Zusammenwirken aller Einzelteile machte die jüngsten Entwicklungen wohl erst so recht möglich.

Natürlich gibt es in stark technologiegetriebenen Wirtschaftszweigen verschiedene und ökonomisch berechtigte Gründe zu einem starken Grössenwachstum, das sich zu einem eigentlichen Zwang zur Grösse und zu Innovation entwickeln kann. Ein Beispiel dafür ist die Halbleiter-Industrie. Hier sehen sich die Chiphersteller Milliardeninvestitionen gegenüber, wenn sie mit den Technologieschüben mithalten wollen. In etlichen anderen Branchen ist dies aber weder technologisch noch ökonomisch zwingend der Fall – so kann man sich etwa allen Ernstes fragen, ob es wirklich global präsen- te Grossbrauereien braucht, um dem Bierliebhaber das Stillen seines Durstes zu ermöglichen.

*Joseph Stiglitz* sieht bereits in den vergangenen Jahrzehnten die Ansätze dazu,

«dass Vorstände nicht unbedingt darauf hinarbeiteten, den Gesamtwert ihrer Unternehmen zu steigern, und dass die Investmentbanken tatkräftig Beihilfe dazu leisteten: Sie verdienten Geld mit der Vermittlung von Unternehmensübernahmen, und sie verdienten Geld mit der Zerschlagung der (von ihnen zusammenverschweissten) Mischkonzerne.» (Stiglitz 2004, S. 259/260)

Aus Aktionärssicht profitieren zumeist die Anteilseigner des Targets, während die Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft oft auf der Verliererseite stehen. Für grosse, in diversifizierten Portefeuilles investierte Finanzinvestoren wäre dies nicht weiter schlimm: Am einen Ort gewinnt man, am anderen Ort verliert man. Bedenklich sind in vielen Fällen indes-

sen die ökonomischen und sozialpolitischen Implikationen, wenn Strategien fehlschlagen, Synergien ausbleiben, Kulturen inkompatibel sind oder extreme Leverage-Bildung ein Grossunternehmen an den Rand des Ruins treibt. Und die Wertabzweigung durch das die grossen Transaktionen begleitenden Investment Banking ist definitiv. Was rechtfertigt eigentlich ihre Höhe, weshalb spielt der Markt nicht effizienter?

## 8. GLOBALES MONOPOLY: «ÜBERNEHMEN ODER ÜBERNOMMENWERDEN»

Abschliessend sei nochmals ein Blick auf das M&A-Geschehen mit Akquisitionen, Fusionen und demzufolge Desinvestitionen geworfen. Ist ein Wirtschaftszweig erst einmal so richtig vom M&A-Fieber und damit auch massiven Konzentrationstendenzen erfasst, so ist wohl eine sich akzelerierende Spirale in Gang gesetzt, deren Fortgang – ausser durch wirtschaftspolitische Rahmgebung – kaum mehr zu bremsen ist. «Übernehmen oder Übernommenwerden» lautet dann die Parole, welcher Konzernleitungen in ihren strategischen Entscheiden folgen. Würde dies zu ökonomisch (und auch ökologisch sowie menschlich) sinnvollen Kapitalallokationen führen, vor allem aber zu einer gesunden Forschung, Entwicklung und Innovation, so wäre gegen dieses Spiel nicht viel einzuwenden. Was aber, wenn die Marktkräfte so unvollkommen sind, dass Nachhaltigkeit nicht oder nur mangelhaft eintritt? Namhafte Fachleute haben wiederholt Konzepte für eine sinnvollere Marktwirtschaft umrissen, seien dies Charles Handy (1997 sowie 1998) oder der Nobelpreisträger Joseph Stiglitz (2003 sowie 2004). Handy skizzierte den Weg in einen «besseren Kapitalismus» und erkannte die «Seelenlosigkeit» vieler Unternehmen, und Stiglitz zeigt «einen politischen Zukunftsentwurf: den Neuen Demokratischen Idealismus».

Marktwirtschaft quo vadis? Können wir in unserer Lebenszeit mehr erwarten als alle Kulturen und Völker vor uns, wo «Nehmen oder Verlieren» ja immerwährend existent waren? Aus Sicht der modernen Technologie, besonders der noch nie da gewesenen informationstechnologischen Möglichkeiten, dürfte man wohl mit einem zögerlichen Ja antworten. Noch nie war die Welt so informiert wie heute, noch nie waren Information und Wissen in diesem Mass zugänglich, und noch nie waren die Menschen eine so klar im selben Boot sitzende Schicksalsgemeinschaft. Dies sollte Grund genug sein, dass sich in dieser neuen Welt gerade diejenigen konsequenter verpflichtet sehen, die «können» (Kompetenzen) und «haben» (Besitz). Es müsste doch möglich sein, einen Weg in eine bessere Gesellschaft zu finden.

Würde diese Realität nicht ein der Nachhaltigkeit stärker verpflichtetes Handeln aller nahelegen, welche Ausbildung und Fähigkeiten sowie die materiellen Voraussetzungen geniessen, um sich ehrlich für eine bessere Zukunft einzusetzen? Qualitative Werte sind gegenüber quantitativen finanziellen Zielen wieder stärker zu gewichten, und Persönlichkeit und Charakterstärke ist der ihnen zustehende Stellenwert zu geben. Vertrauen, Reputation und die volle Wahrnehmung von Verantwortung sind unabdingbare Voraussetzungen auch für das Funktionieren ganzer Märkte (*McMillan* 2002).

Oder um es nochmals mit den Worten von Konrad Hummler zu sagen:

«Langfristige Ausrichtung, eindeutige Verantwortlichkeit und Vertrauen in eine Unternehmensführung, die, unbeirrt von Moden, Kursschwankungen und Anfechtungen, ihren Weg geht: Solche Qualitäten muss die Finanzwelt, müssen deren Analysten und deren Anleger erst wieder finden. Ihre Berücksichtigung könnte Wunder wirken.» (Hummler 2004)

Die menschlichen Anliegen sind, wie von uns bereits in einem 1998 erschienenen Aufsatz skizziert, in Gefahr, durch über-

spitzte Wettbewerbsorientierung überfahren zu werden. Eine globale, über die nationalen Gesetzgebungen und Sozialvereinbarungen hinausgehende Rahmenordnung erscheint daher immer notwendiger. Über den Wirtschaftlichkeitszwängen stehen schliesslich Menschen, über den monetären Zielen ethische Werte. Eine wieder bewusste Orientierung an Menschlichkeit, Ethik und Moral müsste auch im Interesse eines der Nachhaltigkeit verpflichteten Shareholder-Value-Denkens liegen. (Ruh 1996, Weder 1996 sowie Volkart 1998b) ■

**Literatur:** ► Cocca, T. D./Volkart, R. (2002 und 2004): *Equity Ownership in Switzerland*, Versus Verlag, Zürich 2002 und 2004. ► Fuller, J./Jensen, M. C. (2002): *Just Say No to Wall Street*. Courageous CEOs are putting a stop to the earnings

game and we will be all better off of it, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, No. 4, Winter 2002, S. 41–46. ► Graham, J.R./Harvey, C.R./Rajgopal, S. (2004): *The Economic Implications of Corporate Financial Reporting*, Working Paper,

Duke University, January 20, 2004. ► Handy, C. (1997): *The Hungry Spirit – Beyond Capitalism – A Quest for Purpose in the Modern World*, London 1997. ► Handy, C. (1998): *Die anständige Gesellschaft – Die Suche nach Sinn jenseits des Profit-*

## RÉSUMÉ

### Quo vadis économie de marché? – Réflexion sur quelques situations et développements alarmants

La première mouture de cet article avait été écrite en 2004. L'auteur y portait un regard critique sur la période d'euphorie de l'après 2001. Mais pour finir, il avait décidé de ne pas le publier. Dans le contexte de la crise actuelle, il lui a toutefois paru utile d'exhumer certaines de ses réflexions d'alors.

Les discussions des années 90 autour de la valeur actionnariale ont débouché sur un débat plus ample sur la gouvernance d'entreprise, et notamment sur la question de la rémunération des cadres dirigeants. On s'est alors mis à parler, en vrac, de la croissance outrancière des bonus, de la gouvernance, de la valeur actionnariale, de la croissance des bénéfices, des économies de coûts, des compressions d'effectifs, voire du «dictat de Wall Street». Nous avons essayé de remettre un peu d'ordre dans ces idées parfois confuses et contradictoires.

En ce qui concerne le niveau et la croissance de la rémunération des cadres dirigeants, et en partie aussi des indemnités des administrateurs, il faut admettre qu'il y a eu des excès, en particulier dans le secteur financier et principalement aux États-Unis. Il n'est certes pas possible de fixer «objectivement» une limite de rémunération acceptable, mais il est indéniable que des excès ont été com-

mis. D'ailleurs, l'économiste irlandais Charles Handy lançait déjà la mise en garde suivante en 1997: «Mega earnings to a few and peanuts to the rest is not what the markets were supposed to deliver [...]» (Handy 1997, p. 13). Cette évolution est à mettre sur le compte de plusieurs facteurs. D'abord, on ne peut pas dire qu'il existe un marché véritablement transparent des top managers. Ensuite, les rémunérations exorbitantes accordées dans la banque d'investissement et à certains traders ont accéléré la dynamique des hauts salaires. Et enfin, dans les grandes sociétés ouvertes au public, le système de gouvernance par les actionnaires présente des failles.

Un autre problème qui a été soulevé est celui de la compression des effectifs, que certaines entreprises n'hésitent pas à pratiquer alors que leurs bénéfices augmentent. Bien des travailleurs n'arrivent pas à saisir les mesures d'économies dont ils sont les victimes, surtout lorsque les médias parlent en même temps de la croissance des bonus, de la progression des bénéfices et des dégraisages. Nul ne saurait nier que les réductions de postes et les redéploiements répondent souvent à une nécessité économique. Toutes les parties – actionnaires, travailleurs, mais aussi clients – ont in-

térêt à ce que l'avenir de l'entreprise soit assuré. Mais si les économies de coûts et les réductions de postes deviennent excessives et qu'elles ont pour seul but d'accélérer la croissance des bénéfices, des conflits surgiront inévitablement, risquant de mettre en péril la pérennité de l'entreprise. Même dans les milieux économiques, certains, tel Konrad Hummler (2004), ont prévenu contre les dangers de la pensée – et de l'action – à très brève échéance. A plus long terme, l'escalade de la rémunération des cadres, disait-il, recèle un potentiel de tensions sociales et d'interventionnisme de l'Etat. Les restrictions des libertés et de l'économie de marché en seraient l'une des conséquences les plus négatives, et tout doit être fait pour les éviter.

De nombreux intervenants opèrent sur les bourses d'actions à très court terme. C'est ce qui a justifié la publication, aujourd'hui obligatoire, des rapports trimestriels. Mais cette publication met aussi une énorme pression sur la direction des grandes entreprises cotées. Le mélange explosif résultant de l'imperfection des marchés, de l'asymétrie de l'information et du comportement en partie irrationnel des opérateurs peut déboucher sur une affectation erronée du capital économique. Ce qui



denkens, München 1998. ▶ Hummler, K. (2004): Wunder dauern länger, in: Bilanz, Nr. 4, April 2004, S. 62/63. ▶ Krauer, A. (2004): Es braucht den Sinn für das Mass, in: Zürcher Zeitung Nr. 52 vom 3. März 2004, S. 23. ▶ Labhart, P. A. (1999): Value Reporting – Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch Reporting, Zürich 1999. ▶ McMillan, J. (2002): Weder Magie noch Voodoo, in: Neue Zürcher Zeitung, Folio, Nr. 9, September 2002, S. 24. ▶ Moll, G. (2002): Wertkommunikation im unternehmerischen Kontext – ein handlungsorientierter Ansatz, Zürich 2002. ▶ NZZ Nr. 113 vom 18./19. Mai 2002, «Quartalszahlen bei Holcim» (Ri). ▶ NZZ Nr. 293 vom 27. Dezember 2002, S. 26: «Der Terror der Gewinnprognosen» (ra). ▶ NZZ Nr. 49 vom 28. Februar 2004, S. 21: «Wider die Selbstbedienung von Wellenreitern» (G.S.). ▶ NZZ Nr. 83 vom 8. April 2004, S. 31: «Unzufriedene Aktionäre von DaimlerChrysler – Harsche Kritik führender Fondsgesell-

schaften» (pra. Berlin). ▶ Rauschenberger, R. (2002): Nachhaltiger Shareholder Value, Verlag Paul Haupt, Bern/Stuttgart/Wien 2002. ▶ Ruh, H. (1996): Die wirtschaftlichen Unternehmen vor den Herausforderungen der Zukunft, in: Geiger, H./Hirszowicz, Ch./Volkart, R./Weibel, P. (Hrsg.): Schweizerisches Bankwesen im Umbruch, Bern/Stuttgart/Wien 1996, S. 115–129. ▶ Stiglitz, J. E. (2003): The Roaring Nineties: A New History of the World's Most Prosperous Decade, New York 2003. ▶ Stiglitz, J. E. (2004): Die Roaring Nineties – Der entzauberte Boom, Berlin 2004. ▶ Volkart, R. (1998a): Wertkommunikation, Aktienkursbildung und Managementverhalten – Kritische Eckpunkte im Shareholder-Value-Konzept, in: Volkart, R.: Shareholder Value & Corporate Valuation, Versus Verlag, Zürich 1998, S. 82–97. ▶ Volkart, R. (1998b): Shareholder-Value-Management – Kritische Überlegungen zur wertorientierten Führung, in: Volkart, R.: Shareholder Value & Corporate Valuation, Versus

Verlag, Zürich 1998, S. 26–40. ▶ Volkart, R. (2002): Megamergers: Causes and Effects – A European (Swiss) Perspective, in: Gup, B. E. (Ed.): Megamerger in a Global Economy. Causes and Consequences, Westport (Conn.)/London 2002, S. 85–102. ▶ Volkart, R./Cocca, T. D. (2004): Der Aktionär im Zentrum des Interesses. Corporate Governance und Shareholder Value – ein Widerspruch?, in: NZZ Fokus Nr. 19, «Checks and Balances in Unternehmen», März 2004, S. 10–12. ▶ Weder, H. (1996): Ein Schatz im Himmel – Zur religiösen Dimension im Umgang mit irdischen Schätzen, in: Geiger, H./Hirszowicz, Ch./Volkart, R./Weibel, P. (Hrsg.): Schweizerisches Bankwesen im Umbruch, Bern/Stuttgart/Wien 1996, S. 115–129. ▶ Widmer, H. (2004): Schwache Seelen im Selbstbedienungsladen – Wahrnehmungstendenzen eines an sich guten Systems, in: NZZ Nr. 38 vom 16. März 2004, S. 27.

## RÉSUMÉ

pose surtout problème, c'est le jeu de l'EPS (earning per share), le bénéfice par action, car il semblerait qu'il force les directions d'entreprise à adapter leur stratégie en fonction des prévisions de bénéfices à court terme des entreprises et des analystes financiers. Ce qui compte aujourd'hui, et ce que la bourse récompense, ce n'est plus la création de valeur mais la confirmation des projections de bénéfices à court terme. Et la rémunération des cadres sous forme d'actions et d'options ne fait que renforcer le phénomène. Si des mesures agissant sur l'économie réelle sont prises uniquement pour réaliser les prévisions (p. ex. réduire les dépenses de recherche) alors que, sur le long terme, elles ont pour effet de détruire de la valeur, on peut dire que les dirigeants agissent directement à l'encontre des intérêts à long terme de leur entreprise. Des recherches scientifiques menées aux États-Unis ont montré que ce problème est très sérieux, surtout dans les sociétés cotées en bourse.

La mondialisation, les rachats, les fusions et les mégafusions, les phénomènes de concentration, la croissance, l'avènement de mastodontes actifs sur l'ensemble de la planète, voilà le terreau de la crise actuelle. La création de conglomerats toujours plus grands, embrassant tous les marchés mondiaux, les activités de banque d'investissement qui se sont nourries de cette évolution, l'égo démesuré de certains managers, la déchéance

de l'éthique et de la morale et enfin des systèmes de rémunération autorisant tous les excès, tout cela forme un ensemble qui est probablement à l'origine de la crise actuelle. Il y a bien entendu des branches de l'économie à forte composante technologique où divers motifs, notamment de nature économique, justifient une forte croissance, où grandir et innover sont des questions de survie. Dans l'industrie des semi-conducteurs par exemple, les fabricants de puces doivent investir des milliards dans la technologie pour rester dans la course. Mais ce n'est pas le cas dans tous les secteurs, ni pour des raisons technologiques, ni pour des raisons économiques. On peut ainsi légitimement se demander s'il est nécessaire que de grandes brasseries mondialisées abreuvent le marché mondial de bière!

La dynamique du secteur de la banque d'investissement mérite une attention particulière. Joseph Stiglitz, économiste américain et lauréat du prix Nobel, a déjà vu les prémices d'une catastrophe il y a bien des années de cela. Très concrètement, il a critiqué le fait que certains hauts dirigeants de même que des banquiers spécialisés aient pu gagner des sommes astronomiques dans le cadre de fusions et d'acquisitions tout en profitant du démantèlement (ultérieur) des groupes. Ainsi, Charles Handy (1997 et 1998) et Joseph Stiglitz (2003 et 2004) ont esquissé les contours d'une économie de

marché plus raisonnable. Handy a par exemple montré la voie d'un «capitalisme éclairé» en dénonçant «l'absence d'âme» de nombreuses entreprises. Quant à Stiglitz, il esquisse un projet politique pour l'avenir qu'il intitule «Vers un nouvel idéalisme démocratique».

Alors, quo vadis? Economie de marché, où vas-tu? A notre époque, pouvons-nous attendre plus que les cultures et les peuples qui nous ont précédés? Avec toute la technologie dont nous disposons aujourd'hui, nous devrions pouvoir répondre par l'affirmative. Le monde est toujours plus informé, l'information et la connaissance sont accessibles comme elles ne l'ont jamais été auparavant et les distances rétrécissent. Les valeurs qualitatives devraient à nouveau gagner en importance face aux objectifs quantitatifs et financiers tandis que la personnalité et la force de caractère devraient retrouver la place qui est la leur dans notre échelle de valeurs. La confiance, la réputation et la pleine conscience de ses responsabilités sont d'autres conditions essentielles au bon fonctionnement des marchés. Un nouvel ordre global, capable de transcender le cadre des législations nationales et des contrats sociaux locaux paraît de plus en plus nécessaire. Sans compter qu'un retour aux valeurs éthiques, à la morale et à un peu plus d'humanité est sans nul doute dans l'intérêt de tout un chacun. RV/PB