

Corporate Governance und Reputation

Vom Nutzen eines guten Rufes für Manager und Unternehmen

Von Hans Caspar von der Crone*

Es soll Unternehmen geben, in denen sich Verwaltungsrat und Geschäftsleitung wenig um die Aktionärsinteressen kümmern. Doch das schlägt sich auf den guten Ruf nieder, was wiederum, wie der nachstehende Artikel zeigt, fatale Folgen haben kann. (Red.)

Zentrales Thema der Corporate Governance ist das Verhältnis zwischen den Aktionären als Eigentümern einerseits und dem Verwaltungsrat sowie der Geschäftsleitung andererseits. Idealerweise verhalten sich Verwaltungsrat und Geschäftsleitung so, wie sich ein Alleineigentümer der Unternehmung verhalten würde. Die Realität allerdings ist durch das sogenannte Prinzipal-Agent-Problem geprägt: Verwaltungsrat und Geschäftsleitung – die Agenten – verhalten sich rational und nehmen deshalb zuerst die eigenen Interessen wahr und nicht diejenigen der Aktionäre, also der Prinzipale.

Verantwortlich wofür?

Das Recht antwortet auf das Prinzipal-Agent-Problem mit der Treue- und der Sorgfaltspflicht: Die Treuepflicht grenzt die Interessensphären von Prinzipal und Agent gegeneinander ab. Sie verbietet es Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, den für die Auftragsausführung eingeräumten Entscheidungsspielraum unter Missachtung der Interessen der Aktionäre zum unmittelbaren eigenen Vorteil auszunutzen. Die Sorgfaltspflicht ist eine Referenz auf berufs- oder funktionspezifische Standards. Kern der Tätigkeit von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung ist das Entscheiden. Sorgfältig handelt deshalb, wer seine Entscheidung umsichtig vorbereitet, fasst und umsetzt. Verwaltungsrat und Geschäftsleitung sind aus rechtlicher Sicht nicht für den unternehmerischen Erfolg verantwortlich, sondern für sorgfältige Entscheidungsfindung. Pointiert gesagt: Der Beitrag von Managemententscheidungen zum Erfolg des Unternehmens ist nicht Thema der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit.

In der Rechtsprechung zur aktienrechtlichen Verantwortlichkeit sind denn auch keine Fälle auszumachen, in denen sich das Gericht eingehend mit der unternehmerischen Zweckmässigkeit eines Verwaltungsrats- oder Geschäftsleitungsentscheides auseinandergesetzt hätte. Die Konsequenzen sind weitreichend: Ganz im Gegensatz zum Stellenwert, welcher der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit in der juristischen Diskussion, aber auch in der öffentlichen Perzeption zukommt, hat sie in der Praxis des Aktienrechts primär defensive Funktion. Sie verhindert die missbräuchliche Amtsführung durch Verwaltungsrat und Geschäftsleitung und schafft so den Rahmen für eine qualitativ hochwertige Führung des Unternehmens, ohne direkt zu dieser beizutragen. Zentrale Erfolgsfaktoren wie Kreativität, Initiative oder Identifikation mit dem Unternehmen sind nicht Gegenstand der Sorgfalts- oder der Treuepflicht. Die aktienrechtliche Verantwortlichkeit hält den potenziellen Graben zwischen den Aktionären und dem Management in Grenzen, ohne ihn für sich allein schliessen zu können.

Die Sache mit den Anreizen

Wirkungsvolle Corporate Governance kann sich nicht darauf beschränken, abweichendes Verhalten zu bestrafen, sondern muss darüber hinaus positive Anreize für ein zielkonformes Verhalten setzen. Die optimale Wahrung der Interessen der Aktionäre muss in das Eigeninteresse von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung gestellt werden. Wichtigstes Instrument, um solche Anreize zu setzen, ist die erfolgsabhängige Entschädigung des

Managements durch variable Lohnbestandteile und Aktienoptionen. Die optimale Ausgestaltung von Entschädigungsmodellen wirft allerdings zahlreiche Fragen auf, deren Tragweite gelegentlich unterschätzt wird. Letztlich kann ein Entschädigungsmodell seine Aufgabe nur dann erfüllen, wenn exogene, der Kontrolle des Managements entzogene Erfolgsfaktoren eliminiert werden: Voller Einsatz für die Interessen des Unternehmens müsste auch dann belohnt werden, wenn sich exogene Faktoren negativ auf das Ergebnis auswirken; eine schlechte Leistung des Managements dürfte hingegen auch dann nicht belohnt werden, wenn exogene Faktoren trotz allem zu einem guten Ergebnis führten. Das Ideal einer Elimination von exogenen Faktoren aber wird sich im besten Fall annäherungsweise erreichen lassen. Auch ein optimal gestaltetes Entschädigungsprogramm weist deshalb, in der Sprache des Ingenieurs, beträchtlichen Schlupf auf. Erfolgsabhängige Entschädigung ist somit zwar ein wichtiger Teil einer wirkungsvollen Corporate Governance. Selbst zusammen mit den mandatsrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflichten bietet sie allerdings noch keine Gewähr für die optimale Wahrung der Eigentümerinteressen.

Unvollständige Informationen

Die Unschärfefaktoren, die einer Überwindung des Prinzipal-Agent-Problems durch Sorgfalts- und Treuepflicht oder Anreize entgegenstehen, werden in der ökonomischen Literatur mit dem Begriff der asymmetrischen Information umschrieben: Die Information über das Verhalten des Agenten ist nur diesem selbst vollumfänglich zugänglich. Der Prinzipal andererseits kann infolge seines Informationsrückstandes das Verhalten des Agenten nicht abschliessend beurteilen. Als Konsequenz sind die Parteien nicht in der Lage, im Voraus eine abschliessende Leistungsvorgabe für den Agenten zu definieren, deren Einhaltung sich im Nachhinein ohne Einschränkung überprüfen lässt.

Asymmetrische Information ist im Alltag weit verbreitet. Wer Beeren einkauft, muss sich ein Urteil über die Qualität der ganzen Schale auf Grund der ersten Lage bilden. Wer einen Flug bucht, weiss nicht, mit welcher Wahrscheinlichkeit er trotz der Buchung nicht transportiert wird. Viele rechtliche Normen dienen der Überwindung der asymmetrischen Verteilung von Information. Beispiele sind die Rechnungslegungsvorschriften oder die Vorschriften über die Offenlegung bedeutender Beteiligungen. Gerade in typischen Prinzipal-Agent-Beziehungen wie im Verhältnis zwischen Aktionären und Verwaltungsrat sowie Geschäftsleitung aber lässt sich der funktionsbedingte Informationsvorsprung des Agenten mit den Instrumenten des Rechts weder vollständig beseitigen noch in seinen Auswirkungen kontrollieren: Informationssymmetrie im Sinne einer vollständigen Transparenz des ganzen Prozesses, von der Zieldefinition über die Kontrolle der Zielerreichung bis zur Bestimmung der sich daraus ergebenden rechtlichen und wirtschaftlichen Konsequenzen, ist nicht erreichbar. Die Aktionäre können das Verhalten von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung nur teilweise beobachten, und selbst dort, wo sie das Verhalten beobachten können, werden sie oft nicht in der Lage

sein, die Schlüsse, die sie aus den Beobachtungen ziehen, zu verifizieren.

Lässt sich die Informationsasymmetrie weder beseitigen noch in ihren Auswirkungen kontrollieren, kann der Reputation des Agenten besondere Bedeutung zukommen: Dies gilt für das Delikatessengeschäft, das Beeren verkauft, so gut wie für die Fluggesellschaft, die eine Buchung entgegennimmt, sich aber formell die Annullation vorbehält. Reputation beruht auf dem Schluss von vergangenem auf zukünftiges Verhalten. Wer in der Vergangenheit ein bestimmtes Verhalten an den Tag gelegt hat, wird sich mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit auch in Zukunft so verhalten. Das Delikatessengeschäft, das in der Vergangenheit dafür sorgte, dass die zweite Lage Beeren hält, was die erste verspricht, wird dies wohl auch in Zukunft tun. Die Fluggesellschaft, die in der Vergangenheit Buchungen in aller Regel honoriert hat, wird dies wohl auch in Zukunft tun.

Wie sich Lücken schliessen lassen

Je ausgeprägter die Informationsasymmetrie, desto grösser ist der Stellenwert der Reputation des Agenten für die Wahl des Prinzipals unter den verschiedenen in Frage kommenden Leistungsanbietern. Dessen sind sich die potenziellen Agenten durchaus bewusst. Sie sehen sich vor die klassische Wahl zwischen kurz- und langfristigen Vorteilen gestellt. Kurzfristig lohnt es sich für das Delikatessengeschäft, Beeren auch noch im Verkauf zu lassen, wenn die zweite Lage bereits verdorben ist. Kurzfristig lohnt es sich für die Fluggesellschaft, ihre Flüge so zu überbuchen, dass mit Sicherheit kein Platz frei bleiben wird. Langfristig allerdings wirkt sich das opportunistische Verhalten in beiden Fällen negativ auf die Reputation des Leistungserbringers aus. Mit dem Verzicht auf kurzfristig vorteilhaftes Verhalten investiert der Leistungserbringer in seine Reputation. Er nimmt kurzfristige Nachteile in Kauf, um sich langfristig einen Vorteil in der Form eines guten Rufes zu verschaffen. Reputationsmechanismen können deshalb die auf asymmetrische Information zurückgehende Lücke in der vertraglichen Leistungssicherung schliessen: Sie motivieren den Agenten auch dann zu einem den Vorstellungen des Prinzipals entsprechenden Verhalten, wenn sich dieses nicht genau definieren und anschliessend durchsetzen lässt.

Reputationsmechanismen entstehen unter zwei Bedingungen: Erstens muss sich das Verhalten des Agenten zumindest teilweise beobachten lassen, ohne dass die aus den Beobachtungen gezogenen Schlüsse verifiziert werden könnten. Denn was sich überhaupt nicht beobachten lässt, kann nicht Gegenstand der Reputation sein, während bei einem verifizierbaren Verhalten keine Informationsasymmetrie besteht. Zweitens müssen die beteiligten Parteien sogenannte Repeat Players sein, voraussichtlich also auch in Zukunft miteinander interagieren. Denn der Verzicht auf kurzfristig opportunistisches Verhalten lohnt sich nur, wenn guter Ruf langfristig Kapital ist. Bei Publikumsgesellschaften sind die Bedingungen für die Entstehung von Reputationsmechanismen in hohem Masse erfüllt. Die Tätigkeit von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung lässt sich von aussen beschränkt beobachten. Die Erfolgsrechnung beispielsweise dokumentiert das Geschäfts-

ergebnis. Dieses hängt unter anderem von der Qualität der Geschäftsführung ab. Die Erfolgsrechnung erlaubt dem Aktionär deshalb eine teilweise Beobachtung der Qualität der Geschäftsführung. Angesichts der vielen exogenen Erfolgsfaktoren lässt sich allerdings der Schluss aus dem Geschäftsergebnis auf die Qualität der Geschäfts-

führung nur beschränkt verifizieren. Auch der Aspekt der wiederholten Interaktion ist in hohem Masse erfüllt. Investoren können ihr Portefeuille jederzeit unter geringen Transaktionskosten umschichten. Sie entscheiden deshalb nicht bloss einmal, sondern laufend über das Schicksal ihrer Investments. Besonders ausgeprägte Repeat Play-

ers sind zudem die Analytiker, die immer wieder an Präsentationen und Gesprächen teilnehmen und damit in der Lage sind, die langfristige Konsistenz von Lagebeurteilungen, Strategie und Kommunikation des Managements zu beurteilen.

* Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone ist ordentlicher Professor für Privat- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich.

Ein hocheffizientes Instrument

Reputation ist bei Publikumsgesellschaften nicht nur als Reputation der Gesellschaft als ganzer, sondern auch als solche der einzelnen Mitglieder der obersten Führungsebene von Bedeutung. Diese individuelle Reputation bestimmt die Stellung der Verwaltungsräte und Geschäftsleitungsmitglieder auf dem Markt für Manager. Reputation spielt im Arbeitsmarkt generell eine grosse Rolle. Vor allem unter Spezialisten besteht oft eine klare Vorstellung darüber, wer was kann und wer damit welchen Marktwert hat. In der Regel sind hier vor allem Fachkollegen in der Lage, Verhalten zu beobachten, so dass sich der Reputationsmechanismus auf einen verhältnismässig engen Kreis von Personen begrenzt. Anders der Leistungsausweis von Mitgliedern der obersten Führungsebenen von Publikumsgesellschaften. Hier ist ein viel grösserer Kreis von Personen und insbesondere mit den Analytikern und Finanzmedien ein eigener Stand von professionellen Reputationsintermediären in der Lage, Verhalten zu beobachten und einzuschätzen. Der Markt für Manager orientiert sich stark an der Reputation der einzelnen Führungskräfte. In Schlüsselpositionen wie derjenigen des Verwaltungsratspräsidenten oder des Vorsitzenden der Geschäftsleitung ist heute angesichts des Einflusses von institutionellen Investoren de facto nur wählbar, wer sich bereits eine positive Reputation erarbeitet hat. Als Mitglied der Geschäftsleitung kommt nur in Frage, wessen Reputation nicht bereits durch frühere Misserfolge beeinträchtigt ist. Positive Reputation ist damit Erfolgsvoraussetzung: Wer die oberste Führungsebene einer Publikumsgesellschaft erreichen und in dieser bestehen will, muss sich einen entsprechenden Ruf erarbeiten. Investition in Reputation durch Verzicht auf kurzfristig opportunistisches Verhalten ist somit unmittelbar Investition in das Humankapital. Die verhaltenssteuernde Wirkung des Mechanismus setzt direkt beim Individuum an und beschränkt sich nicht auf den Verwaltungsrat oder die Geschäftsleitung als Kollektiv.

Belege aus der Praxis

Der Reputationsmechanismus ist in seiner Steuerungswirkung nicht nur der Verantwortlichkeit, sondern auch den erfolgsabhängigen Entschädigungsprogrammen überlegen. Zentrale Bedeutung hat dabei die Tatsache, dass Analysten auf Grund ihrer kontinuierlichen Beobachtung und der spezifischen Branchenkenntnisse besonders gut in der Lage sind, die exogenen Erfolgsfaktoren differenziert zu berücksichtigen und so zu einem fundierten Urteil über die tatsächliche Leistung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung zu kommen. Illustrieren lässt sich die Bedeutung der Reputation in der Corporate Governance von Publikumsgesellschaften einmal mit der Auswirkung von Wechslen auf der obersten Führungsebene auf den Aktienkurs (vgl. Kasten).

Die Rolle der Kommunikation

Indikator für die Bedeutung der Reputation ist weiter der Stellenwert der Unternehmenskommunikation. Die Tatsache, dass die Kommunikationsverantwortlichen schweizerischer Publikumsgesellschaften im Verlauf der letzten zehn Jahre von der Stufe des Sachbearbeiters auf die Stufe der erweiterten Geschäftsleitung aufgestiegen sind, und die zentrale Stellung, die heute den Investor-Relations zukommt, belegen die zunehmende Bedeutung von Reputationsmechanismen. Schliesslich zeigt sich die Bedeutung der Reputation in der Reaktion des Marktes auf Vorfälle, in denen ein Unternehmen seiner Reputation nicht gerecht wird. Als etwa Microsoft, bekannt für genaue Gewinnprognosen, im vergangenen Dezember zum ersten Mal seit zehn Jahren eine Gewinnwarnung herausgeben und die Gewinn- und Umsatzerwartung um 5% bis 6% senken musste, reagierte der Markt mit einem Einbruch von 11%.

Was kann das Recht zum Funktionieren des Reputationsmechanismus beitragen? Grundlage des Reputationsmechanismus ist die Beobachtung der Leistungen einzelner Mitglieder der oberen Führungsebene durch Analytiker und Finanzmedien sowie durch eine weite Öffentlichkeit. Rechtliche Normen können über die Verbesserung der Beobachtbarkeit zur Verbesserung des Wirkungsgrades der Verhaltenssteuerung durch Reputation beitragen. Zu denken ist an einheitliche und aussagekräftige Standards der Rechnungslegung, kurze Intervalle für die Berichterstattung und an eine Ausrichtung der Berichterstattung auf einzelne Unternehmensbereiche mit dem Ziel, die verhaltenssteuernde Wirkung des Reputationsmechanismus über das Führungsgremium als Kollektiv beziehungsweise den CEO hinaus direkt auf der Ebene des einzelnen Geschäftsleitungsmitglieds zum Tragen zu bringen.

Reputation – Rezept der Zukunft

Die Corporate Governance des Informationszeitalters geht das Prinzipal-Agent-Problem mit der dreiteiligen Strategie von Verantwortlichkeit, Anreizen und Reputation an. Von diesen drei Elementen hat die Reputation das grösste Entwicklungspotenzial: Mit dem weiteren Ausbau der Informationsübermittlung und -auswertung wird mehr Verhalten für mehr Personen beobachtbar, was die Voraussetzung für noch wirkungsvollere und differenziertere Reputationsmechanismen schafft. Zudem sind die Möglichkeiten des Rechts, die Verhaltenssteuerung durch Reputation gezielt zu unterstützen, ja zu instrumentalisieren, erst zu einem kleinen Teil ausgeschöpft. Reputation ist somit das Corporate-Governance-Konzept der Zukunft.

Wie die Börse auf personelle Veränderungen reagiert

Gewiss, zuweilen mögen auch andere Faktoren an den Aktienmärkten mitgespielt haben, doch einige gewichtige Veränderungen an der Führungsspitze haben – wie die folgenden willkürlich ausgewählten Beispiele zeigen – in der Schweiz interessante Auswirkungen auf die Börsenkurse gehabt.

	<i>L. Mühlemann</i>	<i>F. Fahrni</i>	<i>M. Cabiallavetta</i>	<i>E. Müller-Möhl</i>		<i>P. Bruggisser</i>	
<i>Emittent</i>	<i>Ereignis</i>		<i>Bekanntgabe</i>	<i>Kurs Börsenschluss (Fr.) Vortag</i>	<i>Tag</i>	<i>Differenz in %</i>	<i>Veränd. SMI in %</i>
CSG:	Nomination von Lukas Mühlemann als CEO		2. 7. 1996	120.25	134.50	11,9	0,6
Sulzer:	Rücktritt von Fritz Fahrni als CEO		16. 3. 1999	915.–	944.–	3,2	–0,3
SIG:	Ankündigung der Wahl <i>Fahrnis</i> als Verwaltungsratspräsident		29. 6. 1999	999.–	926.–	–7,3	–0,8
SIG:	Verzicht von <i>Fahrni auf Wahl</i>		16. 9. 1999	890.–	914.–	2,7	–0,8
UBS:	Rücktritt Mathis Cabiallavettas als Verwaltungsratspräsident		2. 10. 1998	137.50	142.50	3,6	4,2
Ascom:	Tod von Ernst Müller-Möhl		4. 5. 2000	5980.–	5770.–	–3,5	0,04
SAir:	Rücktritt Phillippe Bruggissers und Strategieänderung		23. 1. 2001	245.–	261.–	6,3	–0,7

(Bildquellen: key, pd, asl)