

Sonderdruck aus:

SJV-Publikation 2000 und ZSR, NF 119 (2000) II. Halbband

HANS CASPAR VON DER CRONE

**Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation
in der Corporate Governance
der Publikumsgesellschaft**

Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft

HANS CASPAR VON DER CRONE*

* Professor am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich. Meinen Assistierenden lic. iur. Harald Bärtschi, lic. iur. Mariel Hoch und lic. iur. Maria Walter danke ich für die zahlreichen kritischen Anregungen, mit denen sie einen grossen Beitrag zur vorliegenden Publikation geleistet haben. Diese ist Teil des vom Schweizerischen Nationalfonds unterstützten Projekts «Herausbildung eines Rechts der Publikumsgesellschaften in der Schweiz» [Projekt-nummer 11-52402.97].

Inhalt

I. Referenzgrösse	239
II. Prinzipal und Agent	241
III. Verantwortlichkeit	242
A. Treuepflicht	243
B. Sorgfaltspflicht	246
1. Best Practices	246
2. Sorgfältiges Entscheiden	249
C. Wertung	250
IV. Anreize	252
A. Entschädigungsmodelle	252
1. Ausgestaltung	253
2. Entschädigungsausschuss	254
3. Transparenz	256
B. Wertung	257
V. Reputation	259
A. Grundlagen	259
1. Asymmetrische Information	259
2. Reputation als Gegengewicht zu asymmetrischer Informa- tion	260
3. Bedingungen für das Entstehen von Reputationsmechani- smen	262
4. Ambivalenz von Reputation	263
B. Reputation bei Publikumsgesellschaften	264
1. Ausgangslage	264
2. Reputation der obersten Führungsebene	265
3. Reputation und Recht	267
4. Gütesiegel	269
5. Interessengruppen	270
C. Wertung	271

«Corporate Governance» umschreibt das Zusammenspiel der Funktionsträger einer Aktiengesellschaft, im Fall einer schweizerischen Publikumsgesellschaft also das Zusammenspiel von Generalversammlung, Verwaltungsrat, Revisionsstelle und Aktienmarkt.¹

Ein zentraler Aspekt der Corporate Governance sind die Parameter der Tätigkeit von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung. Idealerweise verhalten sich Verwaltungsrat und Geschäftsleitung so, wie sich ein Einzelunternehmer verhalten würde (I). Die Realität allerdings ist durch das sogenannte Prinzipal-Agent-Problem geprägt: Verwaltungsrat und Geschäftsleitung verhalten sich rational und nehmen deshalb zuerst die eigenen Interessen wahr (II). Der klassische Beitrag des Rechts zur Überwindung des Prinzipal-Agent-Problems sind die mandatsrechtlichen Regeln über die Verantwortlichkeit (III), der klassische Beitrag der Ökonomie die Grundsätze über die Verhaltenssteuerung durch Anreize in Form von Entschädigungsmodellen (IV). Überlagert und ergänzt werden Verantwortlichkeit und Anreize von der Verhaltenssteuerung durch Reputation (V).

I. Referenzgrösse

Voraussetzung für die Analyse der Corporate Governance ist eine Referenzgrösse für «gute» Corporate Governance: Wann können wir wirkungsvolle Corporate Governance feststellen? Nahe liegt die Bezugnahme auf den Einzelunternehmer. Wirkungsvolle Corporate Governance stellt sicher, dass sich eine Publikumsgesellschaft so verhält, wie sich *ceteris paribus* auch ein Einzelunternehmer verhalten würde.²

In der Wahl dieser Referenzgrösse liegt ein Positionsbezug zur Shareholder-Stakeholder-Kontroverse. Sieht man im Einzelunternehmer das Mass, so

1 Der (nur beschränkt übersetzbare) Begriff Corporate Governance wird nicht einheitlich verwendet. BÖCKLI etwa verweist einerseits auf die Strukturierung der *Oberleitung* einer Gesellschaft im Verhältnis zum Management und zur Revisionsstelle, andererseits auf das Gleichgewicht zwischen dem Unternehmen, dem Kapitalmarkt und den weiteren Anspruchsgruppen, vgl. BÖCKLI, *Der Schweizer Treuhänder*, 74 (2000) S. 133 f., und derselbe, *SZW* 71 (1999) S. 2 f. m. w. H.; NOBEL umschreibt ihn mit «Unternehmensführung und -kontrolle», vgl. NOBEL, *SZW* 71 (1999) S. 244.

2 Aus rechtlicher Sicht wird das Unternehmen und vor allem die juristische Person traditionell als Einheit betrachtet. In der neueren ökonomischen Literatur dagegen wird die Unternehmung primär als Geflecht von Verträgen (*nexus of contracts*) zwischen verschiedenen Anspruchsgruppen verstanden; vgl. zu dieser kontraktbezogenen Sichtweise der Unternehmung JENSEN/MECKLING, *Journal of Financial Economics*, 3/1976, S. 311 («... *the firm is simply one form of legal fiction which serves as a nexus of contracts for contracting relationships*...»).

verneint man indirekt eine spezifische, an die Rechtsform der Gesellschaft anknüpfende soziale Bindung der Publikumsgesellschaft. Die Publikumsgesellschaft funktioniert unter dieser Annahme dann gut, wenn sie, dem Einzelunternehmer entsprechend, die Eigentümerinteressen maximiert. Diese Eigentümerinteressen aber sind die kollektiven Interessen der Aktionäre.

Anknüpfungspunkt für eine allfällige soziale Einbindung sind aus dieser Sicht nicht die aktienrechtlichen Institutionen, sondern das Unternehmen, über das die Publikumsgesellschaft ihren Zweck verfolgt. Sozial eingebunden ist die Publikumsgesellschaft wie eine Einzelunternehmung oder eine Kollektivgesellschaft, weil und soweit sie über das Unternehmen nach aussen auftritt, auf dem Arbeitsmarkt beispielsweise oder in einem umweltkritischen Bereich. Dementsprechend ist den Interessen der so genannten *Stakeholder*³ nicht auf der Ebene der aktienrechtlichen Institutionen, sondern vielmehr auf der Ebene der Interaktion mit der Umwelt Rechnung zu tragen. Nicht der gesellschaftsinterne Entscheidungsprozess, sondern das Einzel- und Kollektiv-arbeitsvertrags- und das Sozialversicherungsrecht sind der Ort, um beispielsweise den Arbeitnehmerinteressen Rechnung zu tragen.

Das Aktienrecht enthält bezeichnenderweise keine Bestimmungen, die der Aktien- oder Publikumsgesellschaft erhöhte soziale Pflichten auferlegen würden. Solche Pflichten liessen sich auch nur beschränkt einführen, dies jedenfalls so lange, als man am Grundrechtsschutz auch der juristischen Personen festhält.⁴ Innerhalb des Rechtsgleichheitsgebots (Art. 8 Abs. 1 BV) ist eine gesetzliche Ungleichbehandlung nur statthaft, wenn sie sich auf erhebliche tatsächliche Unterschiede stützt und durch sachliche und vernünftige Gründe zu rechtfertigen ist.⁵ Die Rechtsform des Unternehmensträgers aber dürfte regelmässig keinen sachlichen Grund darstellen, der es rechtfertigt,

3 Als *Stakeholder* werden die übrigen Interessengruppen und Anspruchsträger gegenüber dem Unternehmen bezeichnet, also Arbeitnehmer, Lieferanten und Kunden, aber auch Behörden und die Öffentlichkeit, vgl. VOLKART, S. 32; BÖCKLI, Der Schweizer Treuhänder, 74 (2000) S. 144 Anm. 7.

4 Auch wenn dies nicht explizit aus der Verfassung hervorgeht, ist unbestritten, dass die Bundesverfassung den Schutz der Grundrechte auch den juristischen Personen gewährt, soweit es sich um Grundrechte handelt, die ihrer Natur nach einer juristischen Person überhaupt zustehen können (vgl. HÄFELIN/HALLER, N 1121 f. und Supplement, § 41). Der Entscheid des Verfassungsgebers, der juristischen Person den Grundrechtsschutz zuzuerkennen, ist, wie die Anerkennung einer mit Rechtspersönlichkeit ausgestatteten juristischen Person an sich, positivrechtlicher Natur (vgl. auch FÖGEN, SJZ 95 [1999] S. 400). Theoretisch wäre es deshalb nicht ausgeschlossen, dass der Grundrechtsschutz den juristischen Personen auf dem Weg der Verfassungsrevision entzogen würde. Die juristische Person wäre dann aber immer noch mittelbar geschützt, nämlich als Reflex des Grundrechtsschutzes, den die natürliche Person geniesst. Praktisch allerdings scheint die Anerkennung der Rechtsfähigkeit der juristischen Person zwingend auch deren Grundrechtsfähigkeit miteinzuschliessen.

5 Vgl. HÄFELIN/HALLER, N 1571 ff.

die Aktiengesellschaft in ihren Beziehungen zur Umwelt anders zu behandeln als das Einzelunternehmen, dies im Gegensatz etwa zum Umsatz, den das Unternehmen erzielt oder der Zahl der Mitarbeiter, die es beschäftigt.⁶ Weiter müssten erhöhte soziale Pflichten für Aktiengesellschaften mit der Wirtschaftsfreiheit zu vereinbaren sein (Art. 27 BV), es müsste also ein öffentliches Interesse an einer erhöhten Sozialbindung der Aktiengesellschaft bestehen, das einen Eingriff in die Wirtschaftsfreiheit rechtfertigt.⁷ An die Rechtsform des Unternehmensträgers und nicht an Merkmale des Unternehmens anknüpfende Eingriffe dürften sich auch in dieser Hinsicht nur schwer rechtfertigen lassen.

Institutionellen Schutz geniessen Stakeholder immerhin dann, wenn ihre Stellung gegenüber der Aktiengesellschaft in einer Forderung zum Ausdruck kommt. Gläubiger, seien sie nun Kreditgeber, Lieferanten, Arbeitgeber, Bund, Kantone und Gemeinden oder Geschädigte im Sinn des ausservertraglichen Haftpflichtrechts, bilden eine Gruppe von qualifizierten Stakeholdern. Ihren Interessen wird auf der Stufe der aktienrechtlichen Institutionen Rechnung getragen, etwa durch das Recht, im Konkurs der Gesellschaft Ansprüche aus aktienrechtlicher Verantwortlichkeit geltend zu machen.⁸

II. Prinzipal und Agent

Beim Einzelunternehmer fallen Geschäfts- und Privatvermögen zusammen.⁹ Was dem Geschäft dient, dient dem Eigentümer und umgekehrt. Geschäftliche und private Entscheidungen werden ökonomisch gesprochen durch die gleiche Nutzenfunktion bestimmt. Anders, wenn der Eigentümer – der *Prinzipal* – einen Geschäftsführer – einen *Agenten* – einsetzt. Dem Agenten dient, was ihm persönlich dient. Sein Verhalten wird durch seine Nutzenfunktion und nicht durch diejenige des Prinzipals definiert. Der rational handelnde

6 Auf derartige sachliche Unterschiede stellt der Vorentwurf (VE) zu einem Bundesgesetz über die Rechnungslegung und Revision (RRG) vom 29. Juni 1998 ab, indem er die Rechnungslegung grosser Organisationen gesondert regelt (vgl. Art. 35–37 VE RRG). Für die Frage, ob eine Organisation gross sei, wird auf die Bezugsgrössen Bilanzsumme, Umsatzerlös und Anzahl Arbeitnehmer abgestellt (Art. 35 Abs. 1 VE RRG).

7 Der Bundesgesetzgeber darf im Übrigen vom Grundsatz der Wirtschaftsfreiheit nur abweichen, wenn dies in der Bundesverfassung vorgesehen ist (vgl. Art. 94 Abs. 4 BV).

8 Art. 757 OR; vgl. auch den indirekten Gläubigerschutz in Art. 725 OR für die Fälle von Kapitalverlust und Überschuldung.

9 Immerhin unterscheidet das Steuerrecht auch beim Einzelunternehmer zwischen dem Privat- und dem Geschäftsvermögen.

Agent verfolgt deshalb zuerst die eigenen Interessen.¹⁰ Die Interessen des Prinzipals wird er soweit wahren, als die Rahmenbedingungen ein solches Verhalten attraktiv oder zumindest ratsam erscheinen lassen. Für diese klassische Konstellation, die bei allen Mandatsverhältnissen und in vielen anderen Situationen zu beobachten ist, hat sich insbesondere in der ökonomischen Literatur der Begriff des Prinzipal-Agent-Problems (*principal agent problem*) eingebürgert.¹¹

Das Prinzipal-Agent-Problem ist kein spezifisches Merkmal der Publikumsgesellschaft, sondern stellt sich grundsätzlich bei jeder Aktiengesellschaft. Praktisch deckt sich allerdings in vielen kleineren Aktiengesellschaften der Verwaltungsrat mit dem Aktionariat. Eine Prinzipal-Agent-Konstellation beschränkt sich in diesem Fall auf das Verhältnis zwischen dem Verwaltungsrat und einer allfälligen Geschäftsleitung sowie – weiter gefasst – auf das Verhältnis zwischen Aktionären und Verwaltungsrat einerseits und Gläubigern andererseits. Nachdem die Führung der Geschäfte bei einer Publikumsgesellschaft notwendigerweise nicht nur formell, sondern auch materiell delegiert ist, sind wir hier in jedem Fall schon in der grundlegenden Beziehung zwischen Aktionariat und Verwaltungsrat mit einem Prinzipal-Agent-Problem konfrontiert.

III. Verantwortlichkeit

Das Recht antwortet auf das Prinzipal-Agent-Problem mit der Haftung für die «*getreue und sorgfältige Ausführung des [...] übertragenen Geschäftes*» (Art. 398 Abs. 2 OR). Art. 717 OR übernimmt diese mandatsrechtlichen Pflichten ins Aktienrecht,¹² wobei Abs. 2 konkretisierend festhält, dass ge-

10 Vorausgesetzt wird, dass der Mensch grundsätzlich versucht, rational zu handeln und seinen persönlichen Nutzen zu maximieren. Dieses Eigeninteresse zielt aber nicht allein auf den (kurzfristigen) materiellen Vorteil, sondern berücksichtigt auch soziale Faktoren; vgl. zum Menschenbild der Ökonomie FEHR/SCHMIDT, *The Quarterly Journal of Economics*, August 1999, S. 817 ff. (sog. FFC-Formel); überblicksartig: SUTER, S. 56 ff.

11 Grundlegend zum Prinzipal-Agent-Problem: JENSEN/MECKLING, *Journal of Financial Economics*, 3/1976, S. 305 ff.; FAMA, *Journal of Political Economy* 88 (1980) S. 288 ff.; FAMA/JENSEN, *Journal of Law and Economics*, 26 (1983) S. 327 ff.; ROSS, *The American Economic Review, Papers and Proceedings*, 63 (1973) S. 134 ff.

12 Vgl. in diesem Zusammenhang die *duty of loyalty* (Treuepflicht) und die *duty of care* (Sorgfaltspflicht) des amerikanischen Gesellschaftsrechts. Die *duty of care* verpflichtet *officers* und *directors*, bei der Erfüllung der ihnen obliegenden Aufgaben die Sorgfalt anzuwenden, die eine vernünftige Person unter den gleichen Umständen anwenden würde. Die *duty of care* verlangt vom *officer* oder *director* zudem, dass er das Gebot von Treu und Glauben (*good faith*) beachtet und die Interessen der Gesellschaft nach seiner vernünftigen Einschätzung in bestmöglicher Weise wahrt. Die Bedeutung der *duty of*

treues und sorgfältiges Handeln des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung die relative Gleichbehandlung der Aktionäre¹³ miteinschliesst.

A. Treuepflicht

Die Treuepflicht grenzt die Interessensphäre von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung – des Agenten – gegen diejenige der Aktionäre – des Prinzipals – ab.¹⁴ Sie verbietet es Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, den für die Auf-

care wird in der Praxis allerdings durch die *business judgment rule* begrenzt. Nach der *business judgement rule* überprüft der Richter eine Geschäftsentscheid, ein *business judgment*, nicht, sofern bestimmte – hauptsächlich formale – Voraussetzungen erfüllt sind. Eine inhaltliche Überprüfung des Geschäftsentscheids anhand des *duty of care*-Massstabs erfolgt erst, wenn eine dieser Voraussetzungen nicht erfüllt ist (vgl. dazu auch unten, III. B.2).

Unter dem Aspekt der *duty of loyalty* wird insbesondere die Zulässigkeit von Insihgeschäften (Self-Dealing) beurteilt. Einen bedeutsamen Anwendungsfall stellt die Festsetzung der Honorare des Managements dar. Die *duty of loyalty* entscheidet auch darüber, inwiefern *directors* und *officers* eine konkurrenzierende Tätigkeit ausüben dürfen. Bemerkenswert ist, dass die *duty of loyalty* nicht nur *directors* und *officers*, sondern auch die Gesellschafter bindet. Im Vordergrund steht hier die Treuepflicht des Mehrheitsaktionärs gegenüber den Minderheitsaktionären beim Verkauf einer Mehrheitsbeteiligung. Vgl. MERKT, N 672 ff.

13 Nach Art. 717 Abs. 2 OR sind die Aktionäre nur unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln. Damit verlangt die Bestimmung nicht eine absolute, sondern eine relative Gleichbehandlung. Gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung kann von der strikten Gleichbehandlung abgewichen werden, wenn «*dies für die Verfolgung des Gesellschaftszweckes im Interesse der Gesamtheit aller Aktionäre unumgänglich notwendig ist. Eine unterschiedliche Behandlung der Aktionäre ist also dort zulässig, wo sie nicht unsachlich, sondern ein angemessenes Mittel zur Erreichung eines gerechtfertigten Zwecks ist.*» Vgl. BGE 91 II 300 f., BGE 93 II 406, BGE 95 II 162 f., jeweils mit Bezug auf GV-Beschlüsse. Die Rechtfertigung einer Ungleichbehandlung durch den Gesellschaftszweck ist nun für Generalversammlungsbeschlüsse explizit in Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR statuiert; vgl. auch BÖCKLI, N 1651; WATTER, N 23 zu OR 717; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 51 ff.

14 Zu den Treuepflichten des Beauftragten werden in der Lehre auch die Schutzpflichten gezählt (vgl. FELLMANN, N 132 ff. zu OR 398; WEBER, N 9 zu OR 398). Dabei werden unter Schutzpflichten Pflichten verstanden, die sich nicht direkt auf die geschuldete Leistung beziehen, sondern auf die übrigen Rechtsgüter des Auftraggebers. Die Verletzung von Schutzpflichten führt nicht zu einer Beeinträchtigung des Leistungserfolgs, sondern schädigt den Auftraggeber in seinen sonstigen Interessen (vgl. FELLMANN, N 139 zu OR 398). Eine klare Abgrenzung von Pflichten, die sich direkt auf die geschuldete Leistung, und solchen, die sich auf die übrigen Rechtsgüter des Auftraggebers beziehen, ist jedoch nicht möglich. So weist denn auch FELLMANN, N 140 zu OR 398, darauf hin, dass der Übergang von Sorgfaltspflichten zu eigentlichen Schutzpflichten fließend ist (vgl. auch GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY, N 2266). Schutzpflichten können deshalb nicht generell den Treuepflichten zugeordnet werden. Ob sie zu den Treue- oder zu den Sorgfaltspflichten zu zählen sind, hängt vielmehr von ihrer Nähe zur eigentlich geschuldeten Leistung ab; vgl. auch KRAMER/SCHMIDLIN, N 99 zu Allgemeine Einleitung, der betont, dass Schutzpflichten auch Leistungspflichten sein können, wenn sie der Förderung des Erfüllungsinteresses des Gläubigers dienen. Zumindest die für den betreffenden Auftrag typischen Schutzpflichten sollten deshalb wegen ihres Zusammenhangs mit der geschuldeten Leistung zu den Sorgfaltspflichten gezählt werden. Es fragt sich sogar, ob die Schutzpflichten rich-

tragsausführung eingeräumten Entscheidungsspielraum unter Missachtung der Interessen der Aktionäre zum eigenen Vorteil auszunutzen.

Wie im Mandatsrecht im Allgemeinen¹⁵ hat auch im Aktienrecht der klagende Prinzipal die behauptete Pflichtverletzung nachzuweisen: Das Gesetz geht von der Einhaltung der Treuepflicht aus. Anders immerhin, wenn eine Entscheidung des Agenten nicht nur die Interessensphäre des Prinzipals, sondern auch die private Interessensphäre des Agenten selbst berührt. Der Prinzipal kann sich dann damit begnügen, das Bestehen eines Interessenkonflikts nachzuweisen. Handeln unter Interessenkonflikt verstösst zwar nicht notwendigerweise gegen die Treuepflicht, begründet aber doch eine Vermutung des pflichtwidrigen Verhaltens.¹⁶ Der Agent kann diese Vermutung widerlegen, indem er nachweist, dass er geeignete Massnahmen ergriffen hat, um eine Benachteiligung des Prinzipals durch den Interessenkonflikt auszuschliessen. Die Grundlagen für diesen Nachweis wird er zweckmässigerweise schon im Voraus schaffen, indem er den Entscheid extern abstützt. In der Aktiengesellschaft kommen dafür insbesondere die getrennte Beratung und Beschlussfassung unter den nicht vom Interessenkonflikt betroffenen Verwaltungsräten in Frage, sei es im Einzelfall, sei es institutionalisiert in der Form von speziellen

15 tigerweise nicht unabhängig von ihrer Nähe zur geschuldeten Leistung den Sorgfaltspflichten zuzuordnen wären, denn nur eine Auftragsausführung, bei welcher der Auftraggeber nicht zu Schaden kommt, kann sorgfältig sein.

15 Vgl. Art. 97 OR, letzten Endes wohl e contrario, da die Bestimmung nur gerade für das Verschulden eine Vermutung zum Nachteil des Schuldners aufstellt, so dass der klagende Gläubiger bezüglich aller anderen Voraussetzungen für eine Haftung die Beweislast trägt.

16 Die Rechtsprechung hat dieses Prinzip ausdrücklich für das Selbstkontrahieren als eine besonders auffällige Form eines Handelns statuiert, das sich sowohl auf die Interessensphäre des Prinzipals als auch des Agenten auswirkt. Selbstkontrahieren ist nach der Rechtsprechung wegen der regelmässig vorhandenen Interessenkollision grundsätzlich unzulässig. Eine Ausnahme besteht nur da, «wo die Natur des Geschäfts die Gefahr der Benachteiligung des Vertretenen ausschliesst oder wo der Vertretene den Vertreter zum Geschäftsabschluss besonders ermächtigt oder diesen nachträglich genehmigt hat» (BGE 89 II 326). Unzulässiges Selbstkontrahieren führt jedoch nicht nur zur Ungültigkeit des vom Vertreter abgeschlossenen Geschäfts, sondern stellt im Innenverhältnis auch eine Verletzung der auftragsrechtlichen Treuepflicht (Art. 398 Abs. 2 OR) dar (vgl. GAUTSCHI, N 8c zu OR 398; FELLMANN, N 119 zu OR 398). Zwar setzt die richterrechtliche Regel über das Selbstkontrahieren bei der Vollmacht an, doch ist die Verletzung der auftragsrechtlichen Treuepflicht der eigentliche Grund für die Ungültigkeit des Geschäfts, das der Vertreter mit sich selbst abgeschlossen hat. Nach der Vermutung von Art. 396 Abs. 2 OR ist im Auftrag auch die Ermächtigung zu den Rechtshandlungen vorhanden, die zu dessen Ausführung gehören (vgl. GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY, N 1352). Der Umfang der Vollmacht ist damit vermutungsweise durch den Umfang des ihr zugrunde liegenden Auftrags bestimmt. Verletzt der mit sich selbst kontrahierende Vertreter seine Treuepflicht nach Art. 398 Abs. 2 OR, spielt die Vermutung des Art. 396 Abs. 2 OR nicht mehr. Die richterrechtliche Regel über das Selbstkontrahieren konkretisiert somit eine allgemeinere Regel über das Handeln in Fällen eines Interessenkonflikts: Handeln in einem Interessenkonflikt stellt eine Treuepflichtverletzung dar, sofern die Natur der Sache nicht die Gefahr der Benachteiligung des Prinzipals ausschliesst (vgl. VON DER CRONE, SZW 66 [1994] S. 7).

Ausschüssen, die sich nur aus Verwaltungsräten ohne Exekutivfunktion (*independent directors*) zusammensetzen (*audit committee; remuneration* bzw. *compensation committee*).¹⁷ Der externen Abstützung kann aber auch eine *fairness opinion* dienen, in der eine unabhängige Stelle die wirtschaftliche Angemessenheit eines Entscheids beispielsweise im Zusammenhang mit der Ausgestaltung von Kapitaltransaktionen bestätigt.

Erst die klare Abgrenzung der Interessensphären rechtfertigt es, dem Agenten den Entscheidungsspielraum zu lassen, den dieser für eine wirkungsvolle Wahrnehmung seiner Aufgaben benötigt. Regeln über den Umgang mit Interessenkonflikten sind deshalb zentraler Bestandteil einer wirkungsvollen Corporate Governance. Entsprechend negativ wirkt sich nur schon der Anschein unscharfer Abgrenzung der Interessensphären auf den Ruf eines Markts aus.¹⁸ Das aktuelle Recht der schweizerischen Publikumsgesellschaft genügt in dieser Hinsicht nur beschränkt. Die Grundsätze über den Umgang mit Interessenkonflikten wären an und für sich durchaus klar. Bei Anlegern und in einem breiteren Publikum besteht allerdings eine beträchtliche Skepsis bezüglich der wirksamen Um- und Durchsetzung dieser Regeln.¹⁹ Es fehlt ein mit Taten untermauertes Bekenntnis – in der Termino-

17 Vgl. dazu unten die Ausführungen zum *compensation committee*; die Aufgaben des Verwaltungsrats sind grundsätzlich durch den Verwaltungsrat als Ganzes zu erfüllen. Der Entscheid durch ein Teilgremium, zu welchem der Ausständer der vom Interessenkonflikt betroffenen Verwaltungsräte führt, ist oft kein vollwertiger Ersatz für einen Entscheid des Kollektivs. Deutlich zeigt sich das am Beispiel des Verwaltungsrats, der mehrheitlich aus Vertretern der Hauptaktionärin zusammengesetzt ist. Hätten bei Entscheiden über Geschäfte mit der Hauptaktionärin deren Vertreter in den Ausständer zu treten, würde letztlich eine nicht repräsentative Minderheit entscheiden (vgl. VON DER CRONE, SZW 66, 1994, S. 5; BÖCKLI, N 1641 ff.). Der Verwaltungsrat hat deshalb grundsätzlich als Gesamtgremium zu entscheiden. Parallel dazu ist das Geschäft von den aussenstehenden Verwaltungsräten separat zu beraten und zu genehmigen. Fallweise aber kann der Ausständer im klassischen Sinn mit der Konsequenz der Entscheidung in einem reduzierten Gremium durchaus ein geeignetes Instrument zur Kontrolle von Interessenkonflikten darstellen. Gerade im wichtigen Fall des Entscheids über die Entschädigung der Mitglieder der obersten Führungsebene ist der Entscheid durch ein institutionalisiertes Entschädigungskomitee ein qualitativ vollwertiger Ersatz für einen Entscheid des Plenums.

18 Interessenkonflikte lassen sich nicht vollständig vermeiden, sondern nur durch geeignete Mechanismen kontrollieren. Beispiel dafür sind im Bereich des Bankgeschäfts *Chinese Walls* zwischen der Handelsabteilung und dem Investmentbanking bzw. zwischen dem Investmentbanking und dem Asset Management sowie im Fall der Universalbank zwischen all diesen Abteilungen und der Kreditabteilung. Ein Verbot, unter Interessenkonflikt zu handeln, ist deshalb kein zweckmässiger Ansatz und würde von aussen denn auch höchstens als Augenwischerei verstanden (ähnlich wie etwa das früher geltende Verbot eines Erwerbs von eigenen Aktien [Art. 659 aOR], über das man sich in der Praxis weit gehend hinwegsetzte). Sinnvoll ist auch hier nur der prozedurale Ansatz, wobei eben neu dazukommen sollte, dass man offen legt, welche Prozedur man verwendet.

19 Ausdruck dieser Skepsis ist die Kritik an der Höhe der Managersaläre; vgl. etwa Finanz und Wirtschaft, Nr. 50, 26. 6. 99, S. 19; CASH, Nr. 17, 30. 4. 99, S. 13 und S. 15.

logie der Spieltheorie: ein *credible commitment* – zu einem verantwortungsvollen Umgang mit Interessenkonflikten. Beheben liesse sich dieser Mangel mit einer Pflicht der Organe zur Offenlegung ihres Vorgehens bei konkreten Sachverhalten von Interessenkonflikten. Eine solche Offenlegungsregel wäre ein glaubwürdiges Bekenntnis dafür, dass die Abgrenzung der Interessensphären vom Markt als Ganzem und nicht nur von der überwiegenden Zahl der Gesellschaften ernst genommen wird. Transparenz beseitigte die Ungewissheit des Anlegers darüber, ob sich die Gesellschaft, in die er investiert hat, auch wirklich an die Regeln hält, die an und für sich Selbstverständlichkeiten wären, deren Einhaltung sich aber von aussen nur beschränkt einsehen lässt. Mit der Beobachtbarkeit würde das Verhalten von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung im Umgang mit Interessenkonflikten zudem der Steuerung durch Reputationsmechanismen unterworfen – ein Thema, auf das im Abschnitt V zurückzukommen sein wird.

Das Übernahmerecht schreibt eine solche Offenlegung im Zusammenhang mit allfälligen Interessenkonflikten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft bereits vor (Art. 31 UEV-UEK). Eine ähnliche Regel sollte auch für die allgemeine Tätigkeit von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung eingeführt werden, relativiert immerhin durch das Kriterium der *Wesentlichkeit* (*materiality*), also beschränkt auf Vorgänge, deren Einfluss auf das Gesamtergebnis der Unternehmung für sich allein oder kumulativ mit anderen bedeutend genug ist, um sie für die Meinungsbildung der Adressaten der Jahresrechnung relevant zu machen.²⁰

B. Sorgfaltspflicht

Die Sorgfaltspflicht bezieht sich auf berufs- oder funktionsspezifische Standards: Sorgfältig handelt, wer *lege artis* handelt.

1. *Best Practices*

Die Regeln der Kunst ergeben sich aus der gelebten Realität, wobei diese gelebte Realität in vielen Bereichen durch die Beteiligten selbst zu gesetzten Branchen- oder Funktionsstandards verdichtet wird. Beispiele sind die diver-

20 Vgl. die von der Fachkommission für Empfehlungen zur Rechnungslegung (FER) und dem International Accounting Standards Committee (IASC) verwendeten Definitionen der «Wesentlichkeit», Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung 1998, Bd. 2, S. 207.

sen Standesregeln der Schweizer Banken²¹, Regeln der International Organization for Standardization (ISO) für die Qualitätssicherung²² oder die Festsetzung anerkannter Berufs- und Geschäftspraktiken durch den Schweizerischen Verband der Immobilien-Treuhänder (SVIT)²³.

Für die Unternehmensführung waren gesetzte Standards bis jetzt primär für den Bereich der Rechnungslegung und Revision von Bedeutung.²⁴ Immerhin ist zur Zeit eine Tendenz zur Definition von *best practices* festzustellen.²⁵ *Best practices* legen fest, wo und wie Unternehmen über die gesetz-

21 Vgl. insbesondere die Vereinbarung zwischen der Schweizerischen Bankiervereinigung und den einzelnen Banken über die Standesregeln zur Sorgfaltspflicht der Banken (VSB), aktuelle Fassung vom 28. 1. 1998; mit Erlass des Bundesgesetzes zur Bekämpfung der Geldwäscherei im Finanzsektor (Geldwäschereigesetz, GwG) vom 10. 10. 1997 hat die VSB allerdings ihren Charakter einer rein privaten Standesregel verloren, denn das GwG statuiert Sorgfaltspflichten, die aus der VSB übernommen und damit in formelles Gesetzesrecht überführt worden sind; Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung vom 22. 1. 1997 über die Verhaltensregeln für Effektenhändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäftes, welche die in Art. 11 BEHG statuierten Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten der Effektenhändler konkretisieren; Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung für das Management des Länderrisikos vom 4. 9. 1997; Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung für das Risikomanagement im Handel und bei der Verwendung von Derivaten vom 31. 1. 1996; Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung für Vermögensverwaltungsaufträge von 1979, revidiert im Mai 1996.

22 ISO-Standards sind technische Standards, die von einem internationalen Konsens getragen sind. Vgl. insbesondere die unter den Bezeichnungen ISO 9000 und ISO 14000 vereinigten Standards. ISO 9000 befasst sich mit «Qualitätsmanagement», d. h. definiert die Anforderungen, die Organisationen erfüllen müssen, damit ihre Sach- oder Dienstleistungen dem Anspruch der Kunden genügen. ISO 14000 bezieht sich auf das «Umweltmanagement», also die Vorkehrungen, die eine Organisation trifft, um die schädigenden Auswirkungen ihrer Tätigkeit auf die Umwelt minimieren zu können; vgl. <http://www.iso.ch>.

23 Vgl. die Standesregeln der verschiedenen Sektionen des Schweizerischen Verbandes der Immobilien-Treuhänder (SVIT).

24 Vgl. die Regeln der Fachkommission für Empfehlungen zur Rechnungslegung (FER), die vom International Accounting Standards Committee (IASC) herausgegebenen *International Accounting Standards* und die amerikanischen *Generally Accepted Accounting Principles* (US-GAAP).

25 Vgl. insbesondere die folgenden *best practices*: *Cadbury Report*, The Cadbury Committee Report: Financial Aspects of Corporate Governance, London 1992; *OECD-Report*, Corporate Governance. Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets. A Report to the OECD (Organisation for the Economic Co-Operation and Development) by the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, April 1998; *Hampel Report*, Final Report of the Committee on Corporate Governance, London 1998; *Combined Code*, London Stock Exchange, 1998; *Blue Ribbon Report*, Recommendations of the Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees, New York 1999. *Turnbull-Report*, The Turnbull Proposals on Internal Control, London 1999.

Zu diesen «Reports» vgl. BÖCKLI, Der Schweizer Treuhänder, 74 (2000) S. 133 ff.; DERS., SZW 68 (1996) S. 149 ff.; DERS., SZW 71 (1999) S. 1 ff.; MACDONALD, Der Schweizer Treuhänder, 69 (1995) S. 1051 ff.; NOBEL, SZW 71 (1999) S. 244 ff.

lichen Minimalanforderungen hinaus gehen müssen, damit ihr Umgang mit dem Prinzipal-Agent-Problem dem Stand der Kunst entspricht. *Best practices* lassen den Unternehmungen typischerweise Gestaltungsspielräume, indem sie vor allem in kontroversen Bereichen keine Vorschriften enthalten, sondern bloss das bevorzugte Verhalten definieren. Die einzelne Unternehmung kann in solchen Fällen von der Vorgabe abweichen, hat dieses Abweichen allerdings offen zu legen und zu begründen (*obey or explain*). Beispiele sind Regeln über die Gestaltung des Entscheidungsprozesses in kritischen Fragen wie der Festsetzung der Entschädigung der Unternehmensleitung. Wird die Einhaltung von *best practices* gestützt auf Art. 8 BEHG zur Voraussetzung für die Zulassung zum börslichen Handel bzw. für deren Aufrechterhaltung gemacht, so basieren diese auf einer Delegationsnorm in einem Gesetz im formellen Sinn und unterscheiden sich damit nur noch beschränkt von zwingenden gesetzlichen Bestimmungen. Statt Kotierungsvoraussetzung könnten *best practices* aber auch Voraussetzung für ein Gütesiegel sein. Das Konzept des Gütesiegels hat sich bis jetzt vor allem im Bereich der umweltgerechten Produktion von Lebensmitteln durchgesetzt. An die Stelle von Vorschriften über die Produktionsmethode treten dort Vorschriften über die Voraussetzungen, unter denen ein Produzent für sich in Anspruch nehmen kann, er produziere beispielsweise «biologisch» oder «integriert». Genau gleich liesse sich für den Bereich des Aktienrechts ein Gütesiegel einführen, das kotierte Gesellschaften für sich in Anspruch nehmen können, wenn sie sich zur Einhaltung gewisser über die gesetzlichen Mindestanforderungen hinausgehender Standards verpflichten. Wiederum würden damit die Voraussetzungen für eine Verhaltenssteuerung durch Reputation geschaffen: Mit der Beanspruchung des Gütesiegels könnten Unternehmungen ein glaubwürdiges Bekenntnis zur Wahrung der Interessen des Prinzipals abgeben.

Ein Abweichen von gesetzten Standards begründet für sich allein noch keine Sorgfaltspflichtsverletzung. Das vom Beauftragten gewählte Verhalten kann trotz des Regelverstosses sorgfältig gewesen sein, so wenn sich die Regelung als nicht adäquat erweist, etwa weil sie sachfremden Motiven entspringt.²⁶ Der Inhalt von gesetzten Standards kann also hinterfragt werden. Darin unterscheiden sie sich von formellen Gesetzen und von selbstregulie-

26 Denkbar ist dies insbesondere bei Regeln, die kartellarischen Charakter haben. Praktisch allerdings werden Standards, die von der Beauftragenseite rein branchenintern ohne Einbezug der Gegenseite und ohne Kontrolle durch eine Aufsichtsbehörde erlassen werden, eher zu Regeln führen, die für die Beauftragten allzu vorteilhaft sind. Hier ist umgekehrt entscheidend, dass die Einhaltung dieser Regeln noch nicht mit sorgfältiger Auftragsausführung gleichgesetzt werden kann. Die Konkretisierung von Sorgfaltspflichten in gesetzten Standards definiert also nicht ohne weiteres einen *safe harbor*.

renden Erlassen auf der Grundlage einer Delegationsnorm.²⁷ Immerhin dürfte die Verletzung eines gesetzten Standards, soweit dieser branchenintern Akzeptanz erlangt hat, eine natürliche Vermutung einer Sorgfaltspflichtenverletzung begründen, mit der Konsequenz, dass die Beweislast auf den Beauftragten übergeht.

2. *Sorgfältiges Entscheiden*

Best practices bilden zur Zeit noch die Ausnahme und dürften auch in Zukunft nur in einigen kritischen Bereichen und nicht flächendeckend für alle Aspekte der Führung einer Unternehmung zum Tragen kommen. Zu beantworten bleibt damit die Frage nach den allgemeinen Anforderungen, denen die leitenden Organe einer Publikumsgesellschaft zu genügen haben. Auszugehen ist von der Formel, wonach der Beauftragte nur für das Tätigwerden und nicht für den Erfolg haftet.²⁸ Sorgfalt bezieht sich auf das Vorgehen und nicht auf das Ergebnis. Misserfolg ist per se noch keine Pflichtverletzung – auch wenn umgekehrt Erfolg die Frage nach der Einhaltung der Sorgfaltspflichten obsolet zu machen pflegt.²⁹ Kern der Tätigkeit von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung ist das Entscheiden. Sorgfalt bezieht sich deshalb zuerst auf das Entscheiden. Verwaltungsrat und Geschäftsleitung handeln sorgfältig, wenn sie bei der Beschaffung der Entscheidungsgrundlagen, bei der Ausarbeitung der Alternativen, bei der Evaluation der Alternativen unter Annahme verschiedener Szenarien einschliesslich einer Sensitivitätsanalyse und bei der Umsetzung der getroffenen Entscheidung samt den allenfalls notwendigen Korrekturen und Folgeentscheidungen nach den Regeln der Kunst vorgehen.³⁰ Geschuldet ist Sorgfalt im Vorgehen, prozedurale Sorgfalt: Sorgfältig handelt, wer sorgfältig entscheidet.³¹

27 Bei Selbstregulierungsnormen, die auf der Grundlage von Delegationsnormen erlassen sind, stellt sich die für die ausservertragliche Haftung bedeutsame Frage, ob ihnen Schutznormcharakter zukomme. Dies ist der Fall, wenn ihr Zweck darin besteht, Schäden von der Art des eingetretenen zu verhindern (vgl. REY, N 698). Die Kontroverse ist von der Ad-hoc-Publizität (Art. 72 KR) her bekannt (vgl. etwa WIEGAND, S. 155 ff.). Werden im Kotierungsreglement *best practices* zwingend vorgeschrieben und erfüllen diese die Anforderungen, die an eine Schutznorm gestellt werden, ist nicht einzusehen, weshalb ihnen der Schutznormcharakter abgesprochen werden sollte. Auf Art. 72 KR treffen diese Voraussetzungen zu, weshalb die Regel m. E. als Schutznorm zu betrachten ist.

28 Vgl. beispielsweise BGE 120 II 250.

29 Materiell ist dies im Übrigen nur schon deshalb der Fall, weil es im Erfolgsfall am Schaden und damit an einer der Voraussetzungen für einen Schadenersatzanspruch fehlt.

30 Zum Prozess der Entscheidvorbereitung und -findung vgl. beispielsweise ULRICH/KRIEG und RÜHLI.

31 Mit der Forderung einer prozeduralen Sorgfalt soll nicht einer formalistischen Praxis das Wort geredet werden. BÖCKLI, der in diese Richtung gehende Bedenken äussert (vgl. BÖCKLI, Der

Wie die Verletzung der Treuepflicht ist auch die Verletzung der Sorgfaltpflicht durch den klagenden Prinzipal nachzuweisen, also durch die Aktionäre oder allenfalls die Gesellschaft, im Konkurs durch die Konkursverwaltung oder die Gläubiger. Im Ergebnis entspricht die schweizerische Ordnung damit der Business Judgment Rule des US-amerikanischen Rechts, nach welcher der Verwaltungsrat grundsätzlich die Vermutung des vernünftigen geschäftlichen Handelns, des *sound business judgment* beanspruchen kann, die «*presumption that in making a business decision, the directors of a corporation acted on an informed basis in good faith and in the honest belief that the action was taken in the best interests of the company*». ³²

C. Wertung

Die Sorgfalts- und die Treuepflicht leisten einen zweiteiligen Beitrag zur Lösung des Prinzipal-Agent-Problems: Sie verbieten ein Verhalten von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung im unmittelbar eigenen Interesse und sie verpflichten Verwaltungsrat und Geschäftsleitung auf ein sorgfältiges Entscheidungsverfahren. Sorgfalts- und Treuepflicht schliessen damit *negativ* ein Verhalten aus, das mit der korrekten Führung des Unternehmens nicht zu vereinbaren ist.

Ein *positiver* Impuls in Richtung auf eine erfolgreiche Führung der Unternehmung kann von der Sorgfalts- und Treuepflicht dagegen nur beschränkt erwartet werden: Das Mandatsrecht hat primär defensive Funktion; es verhindert die missbräuchliche Amtsführung durch Verwaltungsrat und Geschäftsleitung. Sorgfalts- und Treuepflicht schaffen die Voraussetzungen für eine qualitativ hochwertige Führung des Unternehmens, ohne diese zu gewährleisten. Zentrale Erfolgsfaktoren, wie Kreativität, Initiative oder Identifikation mit dem Unternehmen, sind nicht Gegenstand der Sorgfalts- oder der Treuepflicht. Eine Analyse der schweizerischen Rechtsprechung zur aktienrechtlichen Verantwortlichkeit bestätigt dieses Ergebnis: Es sind keine Fälle auszumachen, in denen sich das Gericht eingehend mit der unternehmerischen Zweckmässigkeit eines Verwaltungsrats- oder Geschäftsleitungsentscheides auseinandergesetzt hätte. ³³ Die Qualität von Entscheidungen, ihr Beitrag zum

Schweizer Treuhänder, 74 [2000] S. 142 und SZW 71 [1999] S. 5), ist immerhin zuzugestehen, dass ein prozeduraler Ansatz leicht zu einem formalistischen verkommen kann. Illustrativ ist in diesem Zusammenhang der Vorwurf des *Hampel Committee* gegenüber den britischen Gesellschaften, sie hätten sich bei Anwendung des *Cadbury Report* auf ein blosses «*box ticking*» (d. h. auf ein formalistisches Abhaken von Punkten) beschränkt (vgl. BÖCKLI, SZW 71 [1999] S. 5). Formalismus ist nicht Einhaltung, sondern Umgehung von prozeduralen Anforderungen. Dass auch bei prozeduralen Garantien, wie bei allen Rechtsnormen, mit Sachverhalten der Umgehung zu rechnen ist, ist für sich allein noch kein Argument gegen deren gezielten Einsatz auch im Bereich des Aktienrechts.

32 CLARK, S. 123 f. mit Hinweisen auf die Rechtsprechung; GRASS, S. 46 f.

33 Eine Analyse der Rechtsprechung zur aktienrechtlichen Verantwortlichkeit ergibt folgendes Bild:

Ein Grossteil der Entscheide zur aktienrechtlichen Verantwortlichkeit befasst sich nicht mit der Frage der Pflichtwidrigkeit des Verhaltens von Verwaltungsräten, sondern mit anderen Anspruchs- oder Eintretensvoraussetzungen, wie z. B. der Organstellung des Beklagten, der örtlichen Zuständigkeit oder der Aktivlegitimation des Klägers (SJZ 95 [1999] S. 54 f.; SJZ 88 [1992] S. 239; BGE 117 II 432 ff.; BGE 117 II 570 ff.; BGE 115 II 160 ff.; JDT 1989 III 7 ff.; BGE 114 V 213 ff.; BGE 110 II 391 ff.; SGGVP 1983, Nr. 45, S. 110 ff.; BGE 107 II 349 ff.; AGVE 1980, S. 24 ff.; SJ 1977, S. 10 ff.; BGE 102 II 353 ff.; AGVE 1976, S. 49 ff.; SJZ 74 [1978] S. 26; BGE 93 III 59 ff.).

Die Frage der Pflichtwidrigkeit des Organhandelns unter dem Aspekt von Art. 717 Abs. 1 OR untersuchen folgende Entscheide: BGE 113 II 52 ff.; ZR 84, Nr. 57, S. 137 ff.; SJ 1984, S. 483 ff.; SJ 1982, S. 221 ff.; ZR 78, Nr. 79, S. 192 ff.; BGE 99 II 176 ff.; BGE 83 II 57 ff. In den Fällen, in denen die aktienrechtliche Verantwortlichkeit bejaht wird, steht die unternehmerische Zweckmässigkeit eines Verwaltungsratsentscheids jeweils nicht zur Diskussion; es handelt sich vielmehr jeweils um eindeutig sorgfaltswidriges Verhalten. (ZR 84, Nr. 57, S. 137 ff.: ungerechtfertigte Lohnbezüge von zwei Mitgliedern der faktischen Geschäftsleitung ohne die in den Statuten vorgesehene vertragliche Festsetzung des Lohns; SJ 1984, S. 483 ff.: Leistung von Zahlungen an Dritte ohne Grund und ohne Gegenleistung; SJ 1982, S. 221 ff.: als zweckwidrig angesehene Gewährung von Krediten an zwei Verwaltungsräte in der Höhe von 3/5 der Gesellschaftsaktiven, Zustimmung zur Übernahme der Schulden des einen Verwaltungsrats gegenüber der Gesellschaft durch den anderen; ZR 78, Nr. 79, S. 192 ff.: Verwendung von auf Grundstücken der Gesellschaft errichteten Schuldbriefen zur faustpfandmässigen Sicherung einer privaten Schuld eines Verwaltungsrats; BGE 99 II 176 ff.; ZR 72, Nr. 58, S. 145 ff.: Verwendung von 4/5 des Gesellschaftsvermögens für hochspekulative Aktienkäufe; SJ 1965, S. 449 ff.: klare Überbewertung von Sacheinlagen entgegen dem Schluss, zu dem ein von den Gründungsgesellschaftern eingeholtes Gutachten gekommen war.)

Weniger eindeutig war die in BGE 83 II 57 ff. zu beurteilende Situation. Hier ging es um die Frage, ob in einem Zeitpunkt, in dem die Zwischenbilanz zwar einen Verlust der Gesellschaft ergab, die Gesellschaft jedoch nicht überschuldet war und die betreffenden Aktionäre zahlungsfähig waren, eine Pflicht zur Einforderung der noch nicht einbezahlten Hälfte des Grundkapitals bestand. Bezeichnenderweise hat das Bundesgericht hier eine Sorgfaltspflichtenverletzung des Verwaltungsrats verneint.

Einige allgemeine Ausführungen zur bei unternehmerischen Entscheiden zu wahren Sorgfalt finden sich in BGE 113 II 52 ff., wo die Gewährung eines ungedeckten Kredits an den Hauptaktionär zu beurteilen war. Das Bundesgericht führte aus, dass eine sorgfältige Vermögensanlage ein Klumpenrisiko verbiete und ausschlaggebend sei, ob sich die Höhe des gewährten Kredits im Verhältnis zu sämtlichen Aktiven der Gesellschaft noch verantworten lasse. Das Bundesgericht wies die Sache jedoch zu weiteren Abklärungen an die Vorinstanz zurück. Aus diesen allgemeinen Ausführungen lässt sich eine Bereitschaft des Bundesgerichts, die unternehmerische Zweckmässigkeit von Verwaltungsratsentscheiden zu untersuchen, somit nicht ableiten. Im Übrigen handelt es sich hier um einen Fall, in dem das Bundesgericht wegen vorhandener Interessenkollision (bei der Beurteilung des Verschuldens) die Anwendung eines strengeren Massstabs befürwortet (vgl. nachfolgend).

Dieses Bild stimmt überein mit der in SJ 1982, S. 225 geäusserten Ansicht des Bundesgerichts, dass mit der Geschäftsführung betraute Personen über einen grossen Ermessensspielraum verfügen. Allerdings sei bei der Beurteilung des Verschuldens ein strengerer Massstab anzulegen, wenn Verwaltungsräte nicht im Interesse der Gesellschaft, sondern im eigenen Interesse, in dem von Aktionären oder von Drittpersonen handeln (so auch BGE 113 II 57).

Erfolg des Unternehmens ist – von Ausreissern abgesehen – nicht Thema der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit.³⁴ Das Mandatsrecht hält den potenziellen Graben zwischen Prinzipal und Agent, zwischen Aktionären und Management in Grenzen, ohne ihn für sich allein schliessen zu können.

IV. Anreize

Wirkungsvolle Corporate Governance kann sich nicht darauf beschränken, abweichendes Verhalten zu bestrafen, sondern muss darüber hinaus einen positiven Anreiz für ein zielkonformes Verhalten setzen. Die optimale Wahrung der Interessen der Aktionäre muss in das Eigeninteresse von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung gestellt werden. Die Nutzenfunktion von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung als Agent ist mit derjenigen der Aktionäre als Prinzipal in Übereinstimmung zu bringen.

A. Entschädigungsmodelle

Wichtigstes Instrument, um solche Anreize zu setzen, ist die erfolgsabhängige Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung.³⁵ Richtig aus-

34 Wenn die Frage der unternehmerischen Zweckmässigkeit überhaupt diskutiert wird, dann im Zusammenhang mit Anfechtungsklagen. Dieser auf den ersten Blick überraschende Befund lässt sich mit der Interessenlage erklären, die vielen Anfechtungsverfahren zugrunde liegt: Aktionäre fechten einen Beschluss der Generalversammlung an, weil sie der Auffassung sind, er lasse dem Verwaltungsrat einen zu grossen Entscheidungsspielraum. Dabei unterstellen sie im Kern einen drohenden Ermessensmissbrauch durch den Verwaltungsrat – eine Argumentation, der zu folgen die Gerichte regelmässig nicht bereit sind: vgl. BGE 99 II 55 ff. (Ringier gegen Weltwoche), wo ein Kapitalerhöhungsbeschluss unter anderem mit dem Argument angefochten wurde, die Kapitalerhöhung sei sachlich völlig unvertretbar, die angegebenen Ziele hätten mit geringeren Mitteln erreicht werden können (E. 4b); BGE 117 II 290 ff. (Canes gegen Nestlé), wo der Beschluss einer Kapitalerhöhung zur Schaffung von Vorratsaktien unter Ausschluss des Bezugsrechts angefochten wurde; BGE 121 III 219 ff. (SBG gegen BK Vision AG), wo der Beschluss einer genehmigten Kapitalerhöhung, der den Verwaltungsrat zum Entzug des Bezugsrechts in bestimmten generell-abstrakt umschriebenen Fällen ermächtigte, angefochten wurde. Das Bundesgericht hat die Anfechtungsklagen in diesen Fällen abgewiesen.

Ein anderes Bild zeigt allerdings BGE 91 II 298 ff. (Wyss-Fux gegen Fux): Hier hat das Bundesgericht einen Generalversammlungsbeschluss, der den Verwaltungsrat zur Erhöhung des Grundkapitals ermächtigte, schon allein deshalb für anfechtbar erklärt, weil er dem Verwaltungsrat völlig freie Hand bei der Bestimmung des Ausgabepreises der neuen Aktien liess (BGE 91 II 304).

35 Als Anreiz für das Management wirkt ausserdem die Aussicht auf Beförderung. In einem weiten Sinn schaffen natürlich auch Verantwortlichkeit und Reputation Anreize; vgl. dazu oben unter III. und unten unter V.; auf Entschädigung basierende Anreizsysteme sind häufig begrenzt auf das höhere und mittlere Management (CLARK, S. 201), doch existieren Aktienbeteiligungspläne auch für die übrigen Angestellten (vgl. zum Beispiel Geschäftsbericht 1999 der Zurich Financial Services, S. 104 ff.).

gestaltet rückt sie ein aus der Sicht der Aktionäre zielkonformes Verhalten in das Eigeninteresse von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung.³⁶ Auf der obersten Führungsebene dienen dazu vor allem Management-Beteiligungspläne auf der Basis von Optionen, die nach einer Sperrfrist das Recht zum Bezug von Aktien der Gesellschaft zu einem im Voraus festgelegten Preis geben.

1. Ausgestaltung

Die optimale Ausgestaltung solcher Programme wirft zahlreiche Fragen auf, deren Tragweite gelegentlich unterschätzt wird. So ist einmal das Verhältnis zwischen fixer und erfolgsabhängiger Entschädigung zu bestimmen. Dominiert die erfolgsabhängige Komponente, so kann die betreffende Person, beispielsweise der Delegierte des Verwaltungsrats und Vorsitzende der Geschäftsleitung (CEO), gerade wegen des Entschädigungsmodells risikoavers werden.³⁷ Gewöhnlich wird der überwiegende Teil des Vermögens des CEO, einschliesslich seiner künftigen Chancen auf dem Markt für Manager, also seines persönlichen Humankapitals, nicht diversifiziert in der Gesellschaft gebunden sein. Die Aktionäre dagegen werden ihre Anlagen in der Regel diversifizieren.³⁸ Damit sind die Aktionäre im Gegensatz zum betreffenden Manager risikoneutral. Ein risikoaverser Manager aber wird aus der Sicht eines risikoneutralen Aktionärs tendenziell zu defensiv agieren. Kritisch ist weiter die Festsetzung der Quote, mit der die einzelnen Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung am Programm partizipieren, die Festsetzung des Ausübungspreises, die Festsetzung der Sperrfrist für die Ausübung der Optionen sowie die Festsetzung einer allfälligen Haltefrist für die aus der Optionsausübung erworbenen Aktien.³⁹ Hinzu kommt, dass die Zuteilung von Optionen nur insoweit zweckmässig ist, als die begünstigte Person direkten Einfluss auf das Gesamtergebnis hat. Schon auf der Stufe der Geschäftsleitungsmitglieder mit Verantwortung für die einzelnen Geschäftssparten lässt sich deshalb mit der Zuteilung von Optionen allein kein optimaler Anreiz setzen.⁴⁰ Vielmehr sind zusätzliche Elemente wie Bonuszahlungen notwendig, oder es ist die Zahl der zugeteilten Optionen vom Spartenerfolg abhängig zu machen. Schliesslich können Optionspläne zu zweckfremdem Verhalten ver-

36 Allerdings sind Entschädigungsmodelle daneben in der Regel auch steuerrechtlich motiviert und beeinflusst, vgl. CLARK, S. 209 ff. und HENN/ALEXANDER, S. 663 f. m. w. H.

37 Vgl. SUTER, S. 71 und 80 f. m. w. H.

38 Ähnlich RAPPAPORT, S. 4; SUTER, S. 202.

39 Je nach Ausgestaltung der Sperrfrist dienen solche Entlohnungsinstrumente weniger dazu, Anreize zu setzen als das Management an das Unternehmen zu binden. Umgekehrt können Entschädigungsmodelle auch zu *kurzfristigem* Handeln verleiten und dazu führen, dass langfristige Investitionen vernachlässigt werden.

40 Vgl. hierzu RAPPAPORT, S. 139.

leiten. So schaffen sie einen Anreiz, die Gesellschaft auf den Zeitpunkt, auf den die Optionen fällig werden, besonders gut dastehen zu lassen.⁴¹ Dazu eignet sich nicht nur die gezielte zeitliche Steuerung der Bekanntgabe neuer Entwicklungen, sondern beispielsweise auch die Ankündigung von Aktienrückkaufprogrammen.

2. Entschädigungsausschuss

Ob ein erfolgsabhängiges Entschädigungsprogramm die erwarteten positiven Anreize setzt und damit einen substantiellen Beitrag zur Überwindung des Prinzipal-Agent-Problems leistet, hängt mit anderen Worten von seiner konkreten Ausgestaltung und Umsetzung ab. Ausgestaltung und Umsetzung von Entschädigungsprogrammen zählen deshalb zu den zentralen strategischen Themen in der Führung einer Gesellschaft. Gerade in dieser Frage befinden sich Verwaltungsrat und Geschäftsleitung als direkt Betroffene in einem unübersehbaren Interessenkonflikt.⁴² Die Entscheidung über das Entschädigungsmodell muss dementsprechend extern abgestützt werden. Ein Abstützen auf den Markt wird dabei nur einen groben ersten Rahmen abgeben: Die Unterschiede zwischen den einzelnen Gesellschaften sind zu gross, als dass von einem Marktstandard gesprochen werden könnte.⁴³ Hinzu kommt, dass ein Vergleich auch durch den zumindest zur Zeit noch bestehenden Mangel an Transparenz der Entschädigungsmodelle erschwert wird.⁴⁴ Stattdessen käme die externe Beurteilung des Programms durch eine unabhängige Stelle in Frage, entsprechend einer *fairness opinion* bei einer Unternehmensübernahme. Damit würde allerdings der Entscheid über eine Frage von strategischer Tragweite de facto an ein aussenstehendes Gremium delegiert. Gerade Entscheide von grundlegender Bedeutung aber sollten durch die von der Generalversammlung gewählten und dieser rechenschaftspflichtigen Organe gefällt werden.

Der Entscheid über das Entschädigungsprogramm kann schliesslich einem Ausschuss des Verwaltungsrats (*compensation committee*)⁴⁵ übertragen wer-

41 Beispielsweise wurde nachgewiesen, dass CEOs positive Unternehmensnachrichten häufig kurz vor Verfall von Optionsrechten ankündigen, vgl. YERMACK, S. 449 ff.; hierzu SUTER, S. 63, Anm. 20. Eine andere Möglichkeit für das Management besteht darin, Markterwartungen zu dämpfen und später die Anlegerschaft mit positiven Unternehmensresultaten zu überraschen.

42 Vgl. oben III. A. und CLARK, S. 143.

43 Mangels eigentlichen Markts spricht CLARK, S. 143 f., soweit eine Beeinflussung der Geschäftsleitung auf die Festsetzung der Entschädigung besteht, von *self-dealing*, ähnlich HENN/ALEXANDER, S. 670.

44 Zur Transparenz vgl. nachfolgend unter 3.

45 Kritisch gegenüber einer (aufgesplitterten) *Committee*-Struktur des Verwaltungsrats BÖCKLI, SZW 71 (1999) S. 13.

den, der sich ausschliesslich aus Mitgliedern ohne Exekutivfunktion (*independent directors*)⁴⁶ zusammensetzt. Dieses Verfahren ist im angelsächsischen Raum Teil der *best practice* und hat mittlerweile auch in der Schweiz schon eine gewisse Verbreitung gefunden.⁴⁷ Gegenüber einem schematischen Abstellen auf ein beschränkt aussagekräftiges «Marktübliches» zeichnet es sich durch höhere Flexibilität, gegenüber einer aussenstehenden Beurteilung durch bessere Übereinstimmung mit der aktienrechtlichen Kompetenzordnung aus. Immerhin darf die Trennung zwischen dem Entschädigungskomitee und dem Gesamtverwaltungsrat nicht überschätzt werden. Auch wenn das Entschädigungskomitee nach eingehender geschlossener Beratung wohl informiert entscheidet, sind seine Mitglieder aufgrund ihrer Stellung als Mitglieder des Gesamtverwaltungsrats in ihrem Entscheid nicht so frei, wie dies die Mitglieder eines gänzlich aussenstehenden Gremiums wären. Die konkrete Ausgestaltung und personelle Zusammensetzung des Entschädigungskomitees kann diesen Schwächen entgegenwirken oder sie im Gegenteil noch akzentuieren. Damit das Entschädigungskomitee seiner Aufgabe gerecht werden kann, muss es sich aus eigener Anschauung ein Bild von den Leistungen des Vorsitzenden (CEO) und der einzelnen Mitglieder der Geschäftsleitung machen können. Die Mitglieder des Entschädigungskomitees müssen vertieften Einblick in den täglichen Geschäftsgang der Unternehmung nehmen können.⁴⁸ Dazu kann dem Entschädigungskomitee im Organisationsreglement das Recht auf einen direkten Zugang zu weiter gehender Information und auf direkte Kontakte und Gespräche mit einzelnen Geschäftsleitungsmitgliedern eingeräumt werden. Einen positiven Beitrag zur Funktion des Entschädigungskomitees kann weiter die Mitgliedschaft des Präsidenten des

46 Es besteht eine verstärkte Tendenz, geschäftsführende Verwaltungsratsmitglieder von (unabhängigen) aussenstehenden zu unterscheiden, vgl. BÖCKLI, *Der Schweizer Treuhänder*, 74 (2000) S. 141. Sehr streng wird die Unabhängigkeit im amerikanischen *Blue Ribbon Report* von 1999 für das *Audit Committee* geregelt, wobei Ausnahmen zu begründen und offen zu legen sind, vgl. a. a. O., S. 139. CLARK, S. 219, führt als Beispiel für Publikumsgesellschaften die Regel an, wonach Gehaltsvereinbarungen von Gesellschaftsorganen durch einen Ausschuss aus *outside directors* ohne familiäre und geschäftliche Beziehung zur Gesellschaft getroffen werden müssen, vgl. auch DERS., S. 194, und HENN/ALEXANDER, S. 576, Anm. 12 und S. 671.

47 Der englische *Hampel Report* von 1998 (Final Report des Committee on Corporate Governance) sieht für die kotierten Gesellschaften in Prinzip 26 die Bildung eines *Remuneration Committee* vor, bestehend aus unabhängigen Verwaltungsräten, die im Unternehmen keine exekutiven Aufgaben erfüllen. Nach BÖCKLI, *Der Schweizer Treuhänder*, 74 (2000) S. 136, und DERS., SZW 71 (1999) S. 13, sollte dagegen der Verwaltungsratspräsident – am besten als Mitglied – einbezogen werden, ausgenommen hinsichtlich seiner eigenen Entschädigung. Nach Prinzip 27 des *Hampel Report* legt der Verwaltungsrat die Entschädigung der aussenstehenden Verwaltungsratsmitglieder fest, das *Remuneration Committee* entscheidet über die Entlohnung der geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder.

48 Vgl. etwa Prinzip 6 des *Hampel Report*, wo der Informationsfluss gegenüber dem Verwaltungsrat sichergestellt wird.

Verwaltungsrats leisten, was voraussetzt, dass dieser nicht zugleich Delegierter und Vorsitzender der Geschäftsleitung (CEO) ist.

3. *Transparenz*

Auch unter optimalen Umständen wird ein Entschädigungskomitee nicht vollständig unbeeinflusst entscheiden. Es stellt sich deshalb die Frage nach flankierenden Massnahmen. Wiederum kommt vor allem ein Interessenausgleich durch Transparenz in Frage. Das US-amerikanische und das englische Recht sehen denn auch eine Pflicht zur Offenlegung des Verfahrens, in dem über die Entschädigung entschieden wird, und der konkreten Ausgestaltung des Entschädigungsprogramms vor.⁴⁹ Angesichts der bereits mehrfach erwähnten strategischen Bedeutung des Entschädigungsprogramms als Element zur Überwindung des Prinzipal-Agent-Problems ist auch für das schweizerische Recht die Einführung von entsprechenden Transparenzregeln zu fordern.⁵⁰

49 Nach dem *Combined Code* der Londoner Börse von 1998 muss der Geschäftsbericht einen *Remuneration Report* über die Entschädigungen des obersten Managements enthalten (Prinzip B.3). Die entsprechenden Bestimmungen sind beispielsweise anwendbar auf die *Allied Zurich*, welche in ihrem Geschäftsbericht 1999 auf S. 137 die Zusammensetzung des Entschädigungsausschusses beschreibt. S. 138 f. des Berichts nennt die Honorare und den Aktienbesitz der einzelnen Verwaltungsratsmitglieder. Auf S. 139 ff. werden die gesamthaft an die Konzernleitungsmitglieder entrichteten Vergütungen aufgelistet, im Anschluss erfolgt eine Beschreibung der an die einzelnen Konzernleitungsmitglieder ausgerichteten Aktien und Optionen samt Angabe von Veräusserungsbeschränkungen bzw. Ausübungspreis. Auf S. 142 wird erwähnt, wie viele Aktien die Konzernleitungsmitglieder an der *Allied Zurich* und der *Zurich Allied* halten.

Auch die Regeln der amerikanischen *Securities and Exchange Commission* (SEC) verlangen die Offenlegung der Management Compensation gegenüber den Aktionären (vgl. JENNINGS/MARSH/COFFEE/SELIGMAN, S. 214 m. w. H.).

Nach den Grundsätzen der OECD sollen die Unternehmen hinreichend über die Vergütung der Unternehmensleitung (individuell oder pauschal) informieren (OECD Principles of Corporate Governance, SG/CG[99]5, S. 20, abrufbar via <http://www.oecd.org/daf/governance/principles.pdf>).

Die Corporate-Governance-Grundsätze der deutschen Grundsatzkommission Corporate Governance vom Januar 2000 sehen einen Personalausschuss des Aufsichtsrats vor, der sich mit den Personalangelegenheiten der Vorstandsmitglieder befasst (III.3, S. 9). Die Vergütung der Vorstandsmitglieder und der leitenden Mitarbeiter soll Leistungsanreize vorsehen (II.3.a, S. 5). Die Einzelheiten zur Zuteilung und Ausübung der Optionen sind im Jahresabschluss zu veröffentlichen, ebenso der Aktienbesitz des Vorstands bzw. Aufsichtsrats an der Gesellschaft und die Gesamtvergütung des Aufsichtsrats (II.2.h, S. 5; II.3.a, S. 5; III.1.d und e, S. 7).

50 Bestrebungen zu erhöhter Transparenz sind im Gange. So wurde die Genehmigung des teilrevidierten Kotierungsreglements durch die Eidgenössische Bankenkommission mit Entscheidung vom 10. April 2000 unter dem Vorbehalt erteilt, dass «in absehbarer Zeit im Rahmen einer erneuten Teilrevision eine Bestimmung ins Kotierungsreglement aufgenommen wird, wonach Emitenten in ihrer regelmässigen Finanzberichterstattung die Saläre und Bezüge der Organe

Was die Organisation des Entscheidungsprozesses betrifft, käme ein *Best-practice*-Ansatz in Frage: In den Zulassungsbestimmungen könnte das Modell des Entschädigungskomitees als *best practice* definiert werden. Gesellschaften, die sich an diese *best practice* halten, könnten sich dann damit begnügen, im Jahresbericht die personelle Zusammensetzung des Entschädigungskomitees offen zu legen. Gesellschaften, die ein anderes Modell wählen, wären erklärungspflichtig.

Was die konkrete Ausgestaltung des Entschädigungsprogramms betrifft, so bestimmt die Funktion den Grad der anzustrebenden Transparenz. Mit den Entschädigungsprogrammen sollen die Interessen der Organe der Gesellschaften als Agenten mit denjenigen der Aktionäre, der Prinzipale, zur Deckung gebracht werden. Bei dieser Ausgangslage leistet eine Transparenzbestimmung dann einen Beitrag zur Funktion der Publikumsgesellschaft, wenn sie den ganzen Prozess von der Zielvorgabe über die Feststellung der Zielerfüllung bis zur Festsetzung der Ziele für die nächste Periode für die verschiedenen Exekutivfunktionen, das heisst heruntergebrochen auf die einzelnen Mitglieder der Geschäftsleitung, nachvollziehbar macht. Eine bloss allgemeine Beschreibung von Programmen oder eine summierte Darstellung der Optionen, die das Programm umfasst, mag demgegenüber zwar die Neugier einer breiteren Öffentlichkeit befriedigen und einen gewissen Schutz vor exzessiven Entschädigungsprogrammen bieten. Zur optimalen Ausrichtung der Programme auf eine Überwindung des Prinzipal-Agent-Problems dagegen trägt eine solche summarische Transparenz wenig bei. Konsequenterweise ist deshalb in den Zulassungsbestimmungen eine umfassende Transparenz im Bereich der Entschädigungsprogramme für die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung vorzuschreiben. Offen zu legen sind dabei insbesondere auch die Parameter, anhand deren die leistungsabhängigen Entschädigungskomponenten definiert werden. Alternativ und vor allem für eine Übergangsphase kommt auch hier ein *Best-practice*-Ansatz in Frage, der es der einzelnen Gesellschaft erlaubt, sich für eine weniger weit gehende Publizität zu entscheiden, ihr für diesen Fall aber eine Begründungspflicht auferlegt.

B. Wertung

Theoretisch bringen richtig gestaltete Entschädigungsprogramme die Interessen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung als Agenten mit den Interessen der Aktionäre als Prinzipale zur Deckung. In der Praxis allerdings wird sich

(...) *zumindest in globaler Form offen legen*», vgl. Mitteilung der Zulassungsstelle Nr. 6/2000 vom 15. Mai 2000.

dieses Ziel nur näherungsweise erreichen lassen. Die praktischen Schwierigkeiten beginnen bei den Zielvorgaben, die sich nicht mit der notwendigen Genauigkeit definieren lassen.⁵¹ Hinzu kommt, dass der Erfolg einer Unternehmung in positiver wie negativer Hinsicht auch von Faktoren abhängt, die das Management nicht beeinflussen kann. Pointiert gesagt: Fleiss und Pech können zum gleichen Ergebnis führen wie Müssiggang und Glück.⁵² Soll das Entschädigungsmodell seinen Zweck erfüllen, so müssten exogene Erfolgsfaktoren eliminiert werden. Voller Einsatz für die Interessen des Unternehmens müsste auch dann belohnt werden, wenn sich exogene Faktoren negativ auf das Ergebnis auswirkten; eine schlechte Leistung des Managements dürfte auch dann nicht belohnt werden, wenn exogene Faktoren trotz allem zu einem guten Ergebnis führten. Ein Konflikt besteht weiter zwischen der Genauigkeit, mit der die Zielvorgaben definiert werden, und der Notwendigkeit, dem Management die Freiheit zur flexiblen Reaktion auf neue Entwicklungen zu lassen. Schliesslich weist auch die Kontrolle der Zielerreichung bedeutende Unschärfen auf.

Auch ein optimal gestaltetes Entschädigungsprogramm weist deshalb, in der Sprache des Ingenieurs, beträchtlichen Schlupf auf. Entschädigungsprogramme sind somit zwar ein wichtiger Teil einer wirkungsvollen Corporate Governance. Selbst zusammen mit den mandatsrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflichten bieten sie allerdings noch keine Gewähr für die optimale Wahrung der Eigentümerinteressen.

51 Nach der deutschen Grundsatzkommission Corporate Governance soll die Ausübung gewährter Optionsrechte davon abhängen, dass «relevante und nachvollziehbare Vergleichsparameter (z. B. die Entwicklung eines Branchenindex) mindestens erreicht oder übertroffen werden» (II.3.a, S. 5).

52 SPREMANN, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 58 (1988) S. 615. Zur Kritik von hohen Zufallsgewinnen aus Optionen bei einer lang andauernden Börsenhausse (trotz [unter-]durchschnittlicher Performance des Unternehmens) vgl. RAPPAPORT, S. 136. Abhilfe schafft etwa die Verknüpfung des Ausübungspreises von Optionen mit einem Index von Vergleichsunternehmen oder einem Marktindex (DERS., a. a. O.). In der Tat steht der Zuwachs der Entschädigung des Managements gelegentlich in keinem Zusammenhang mit der Entwicklung von Gewinn oder Aktienkurs, vgl. HENN/ALEXANDER, Supplement 1986, S. 24. Zu Missbräuchen kommt es insbesondere, wenn Geschäftsleitungspositionen «über Kreuz» besetzt werden (*interlocked boards*, vgl. SUTER, S. 131 m. w. H.).

V. Reputation

Neben den mandatsrechtlichen Pflichten und den Anreizen leistet Reputation einen entscheidenden Beitrag zur Kontrolle des Prinzipal-Agent-Problems in der Publikumsgesellschaft.

A. Grundlagen

1. *Asymmetrische Information*

Die Unschärfefaktoren, die einer Überwindung des Prinzipal-Agent-Problems durch vertragliche Verhaltensvorgaben und Anreize entgegenstehen, werden in der ökonomischen Literatur mit dem Begriff der *asymmetrischen Information*⁵³ umschrieben: Die Information über das Verhalten des Agenten ist nur diesem selbst, nicht aber dem Prinzipal zugänglich. Der Agent verfügt über *private Information*.

Asymmetrische Information ist im Alltag weit verbreitet. Wer Beeren einkauft, muss sich sein Urteil über die Qualität der ganzen Schale aufgrund der ersten Lage bilden. Wer einen Flug bucht, weiss nicht, in welchem Ausmass die Fluggesellschaft das Flugzeug überbucht und mit welcher Wahrscheinlichkeit er deshalb damit rechnen muss, trotz der Buchung nicht transportiert zu werden. Wer eine Anwältin mit der Wahrung seiner Interessen beauftragt, weiss nicht, ob diese seinem Fall die notwendige Priorität einräumen wird.

Viele rechtliche Normen dienen der Überwindung des Problems der asymmetrischen Verteilung von Information. Klassisches Beispiel sind die Regeln über die Sachgewährleistung im Kaufvertragsrecht. Weil der Verkäufer im Normalfall über private Information über die Qualität der Kaufsache verfügt, trifft ihn eine verschuldensunabhängige Verantwortung für den «Wert» der verkauften Sache und ihre «Tauglichkeit zum vorgesehenen Gebrauch» (Art. 197 ff. OR).⁵⁴ Die Informationsasymmetrie wird damit zwar nicht beseitigt, wohl aber wird das Ausnutzen des Informationsvorsprungs durch den Verkäufer verhindert oder zumindest erschwert. Rechtliche Normen können aber auch direkt den Abbau von Informationsasymmetrien zum Ziel haben. Beispiele sind die Rechenschaftspflichten des Auftragsrechts oder die Regeln

53 Vgl. WILSON, S. 29; KREPS/WILSON, *Quarterly Journal of Economics*, 27 (1982) S. 253 ff.; SPREMANN, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 58 (1988) S. 615; MILGROM/ROBERTS, S. 126 ff.

54 Vgl. in diesem Zusammenhang die klassische Studie von AKERLOF, *Quarterly Journal of Economics*, 84 (1970) S. 488 ff., welche die Bedeutung von asymmetrischer Information am Beispiel des Gebrauchtwagenhandels darstellt.

über die Publizität im Aktienrecht.⁵⁵ Gerade in typischen Prinzipal-Agent-Beziehungen allerdings lässt sich der funktionsbedingte Informationsvorsprung des Agenten mit den Instrumenten des Rechts weder vollständig beseitigen noch in seinen Auswirkungen kontrollieren: Informationssymmetrie im Sinn 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 – wie für den Fall von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung gezeigt – nicht erreichbar. Der Prinzipal kann das Verhalten des Agenten nur teilweise beobachten und selbst dort, wo er das Verhalten beobachten kann, wird er oft nicht in der Lage sein, die Schlüsse, die er aus seinen Beobachtungen zieht, zu verifizieren.⁵⁶ Der Vertrag zwischen Prinzipal und Agent ist damit in der ökonomischen Terminologie «unvollständig»⁵⁷: Mandatsrechtliche Pflichten und vertraglich vereinbarte Anreize vermögen nicht alle relevanten Aspekte der Vertragsleistung abzudecken.⁵⁸

2. *Reputation als Gegengewicht zu asymmetrischer Information*

Lässt sich Informationsasymmetrie weder beseitigen, noch in ihren Auswirkungen kontrollieren, kann der Reputation des Agenten besondere Bedeutung zukommen:⁵⁹ Dies gilt für das Delikatessengeschäft, das Beeren verkauft, so gut wie für die Fluggesellschaft, die eine Buchung entgegennimmt, sich aber formell die Annullaion vorbehält oder für die Anwältin, welche die Führung eines Prozesses übernimmt. Reputation beruht auf dem Schluss aus vergangenem auf zukünftiges Verhalten. Wer in der Vergangenheit ein bestimmtes Verhalten an den Tag gelegt hat, wird sich mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit auch in der Zukunft so verhalten.⁶⁰ Das Delikatessengeschäft, das in

55 Vgl. zur Rechenschaft als einer von verschiedenen Arten von Informationsansprüchen DRUEY, S. 224 ff.

56 Vgl. BAIRD/GERTNER/PICKER, S. 109 ff. In der ökonomischen Literatur werden auch die Probleme bei der Rechtsanwendung unter dem Begriff der asymmetrischen Information bzw. fehlenden Verifizierbarkeit behandelt, so beispielsweise, wenn ein bestimmtes Verhalten nicht justizierbar ist, weil es sich vor Gericht nicht nachweisen lässt (vgl. dazu TIROLE, S. 89 ff.).

57 Die ökonomische Literatur führt als Gründe für die Unvollkommenheit insbesondere die beschränkte Rationalität des Menschen (vgl. zum *homo oeconomicus* auch oben Anm. 10 m. w. H.), unvorhergesehene Umstände, Kalkulationskosten und sprachliche Ungenauigkeiten an (vgl. MILGROM/ROBERTS, S. 128 ff.).

58 Demgegenüber geht das Vertragsrecht von der Fiktion der Vollständigkeit des Vertrags aus. Aufgrund der richterlichen Vertragsauslegung und -ergänzung ist aus der Perspektive der juristischen Literatur jeder zustande gekommene Vertrag vollständig. Die Rechtsordnung hält für alle objektiven Nebenpunkte eine Vervollständigungsmöglichkeit bereit.

59 TIROLE, S. 79 f.

60 WILSON, S. 28.

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. Die Anwältin, die in der Vergangenheit die notwendigen Ressourcen für die Betreuung ihrer Klienten bereitgestellt hat, wird dies wohl auch in Zukunft tun.

Je ausgeprägter die Informationsasymmetrie ist, desto grösser ist der Stellenwert der Reputation des Agenten für die Wahl des Prinzipals unter den verschiedenen in Frage kommenden Leistungsanbietern.⁶¹ Dessen sind sich auch die Leistungsanbieter und potenziellen Agenten bewusst: Je gewichtiger die Lücken in der vertraglichen Abdeckung der geschuldeten Leistung sind, desto eher lohnen sich für den Agenten gezielte Investitionen in die Reputation. Mittel dazu sind beispielsweise die Weiterbildung, abgeschlossen mit dem Erwerb zusätzlicher Titel (wie ein Studium an einer ausländischen Universität mit dem Erwerb des Titels LL. M. im Fall von Rechtsanwälten),⁶² oder der Erwerb von Qualitätskontrollzertifikaten im Fall von Dienstleistungserbringern und Herstellern von industriellen Produkten.⁶³ Mittel dazu ist aber vor allem auch der Verzicht auf ein kurzfristig opportunistisches Verhalten. Kurzfristig lohnt es sich für das Delikatessengeschäft, Beeren auch dann noch im Verkauf zu lassen, wenn die zweite Lage bereits verdorben ist. Kurzfristig lohnt es sich für die Fluggesellschaft, ihre Flüge so weit gehend zu überbuchen, dass mit Sicherheit kein Platz frei bleiben wird. Kurzfristig lohnt es sich für die Anwältin, mehr Mandate anzunehmen, als sie mit ihren Mitarbeitern in erster Qualität bewältigen kann. Langfristig allerdings wirkt sich das opportunistische Verhalten in allen drei 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 Rufs zu verschaffen.⁶⁴

61 Vgl. SPREMANN, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 58 (1988) S. 613.

62 Vgl. dazu auch FOMBRUN, S. 238 ff., der die Reputation der amerikanischen MBA-Academies untersucht. Die Reputation dieser Institute, die ihren Absolventen selber in Form von Titeln eine Steigerungsmöglichkeit ihrer positiven Reputation verleihen, hat einen besonderen Stellenwert und schlägt sich mittelbar im Reputationswert der Titel nieder. Vgl. weiter den Beitrag von LEITER, Journal of Legal Studies, 29 (2000) S. 451 ff., zur subjektiven und objektiven Betrachtung von Rankings amerikanischer Law Schools.

63 Wichtige Beispiele sind in diesem Zusammenhang die ISO-Normen auf internationaler Ebene; für Exporte in die USA ist GMP (Good Manufacturing Practice) von Bedeutung; in der BRD wird weiter mit DIN (Deutsche Industrie Norm) gearbeitet.

64 Vgl. WILSON, S. 29.

3. Bedingungen für das Entstehen von Reputationsmechanismen

Reputationsmechanismen können unter zwei Bedingungen die Rolle eines Gegengewichts zu asymmetrischer Information übernehmen:⁶⁵

- *Erstens* muss sich das Verhalten des Agenten zumindest teilweise beobachten lassen, ohne dass die aus dem Beobachteten gezogenen Schlüsse verifiziert werden könnten. Am Beispiel des Prozessmandats: Der Mandant wird problemlos beobachten können, dass seine Anwältin vor Gericht obsiegt. Statistisch gesehen darf er aus dem Prozesserfolg auf eine optimale Prozessführung schließen. Ob dieser Schluss in concreto gerechtfertigt ist, wird er dagegen nicht verifizieren können.⁶⁶ Nicht jeder Fehler bei der Prozessführung wirkt sich auf das Ergebnis aus: Erfolg ist ein Indiz, nicht aber ein Beweis für optimale Prozessführung.
- *Zweitens* müssen die beteiligten Personen voraussichtlich auch in Zukunft miteinander interagieren, folglich so genannte *repeat players* sein.⁶⁷ Der Verzicht auf kurzfristig opportunistisches Verhalten macht Sinn, wenn guter Ruf langfristig Kapital ist. Dazu müssen die Beobachtenden potenzielle künftige Prinzipale sein oder zumindest Einfluss auf die Entscheidung künftiger Prinzipale haben. Wer weiss, dass sein Verhalten nur von Personen beobachtet wird, mit denen er in Zukunft keinen Kontakt mehr haben wird, braucht sich um seinen Ruf keine Gedanken zu machen. Am Beispiel des Verkaufs von Souvenirs an Touristen: Für den fliegenden Souvenirhändler, der seine Ware in einem Hafen an die Landgänger von Kreuzfahrtschiffen verkauft, ist Reputation von sekundärer Bedeutung; er trifft seine Kunden nur einmal und sein Verhalten wird typischerweise auch kaum von potenziellen künftigen Kunden beobachtet.

Beide Bedingungen für eine Kontrolle der asymmetrischen Information sind in vielen Bereichen der modernen Dienstleistungs- und Informationswirtschaft

65 Vgl. KREPS/WILSON, *Quarterly Journal of Economics*, 27 (1982) S. 275; teilweise werden die Voraussetzungen noch weiter unterteilt, so bei WILSON, S. 29, der von einer feineren Unterteilung und daher von vier Voraussetzungen für das Funktionieren der Reputation ausgeht.

66 Vgl. ausserdem das illustrative Beispiel in BAIRD/GERTNER/PICKER, S. 89: Ob ein Wächter sorgfältig arbeitet, kann allenfalls aus der Tatsache geschlossen werden, dass er einen Dieb ertappt. Dieser Schluss lässt sich jedoch nicht verifizieren, denn auch einem sorgfältig arbeitenden Wächter kann ein Dieb entgehen, wie auch ein nachlässiger Wächter möglicherweise einen unerwünschten Eindringling zu schnappen vermag (vgl. zu dieser Thematik auch oben IV. C.).

67 Interaktion in der Vergangenheit genügt nicht. Das sogenannte *end game*, das heisst die letzte Runde eines zuvor wiederholt gespielten Spiels, untersteht den Regeln eines einmal gespielten Spiels und nicht denjenigen eines wiederholten Spiels (*repeated game*). Reputation spielt sodann keine entscheidende Rolle mehr. Praktische Anwendungsfälle sind insbesondere gekündigte Dauerschuldverhältnisse; Rechtsregeln tragen der *End-game*-Problematik etwa im Bereich der Freistellung im Arbeitsrecht Rechnung. Vgl. zum *end game* MILGROM/ROBERTS, S. 226.

erfüllt. Untersucht wurde die Bedeutung von Reputation unter anderem für das Verhalten von Lieferanten und Abnehmern in langfristigen Lieferbeziehungen,⁶⁸ für Managerkarrieren⁶⁹ und für die Stellung von Wirtschaftsprüfern.⁷⁰

4. *Ambivalenz von Reputation*

Ob der Bedeutung und des potenziell positiven Beitrags der Reputation darf deren Ambivalenz nicht übersehen werden. Grundlage der Reputation sind die Schlüsse, die Aussenstehende, insbesondere aktuelle und potenzielle Prinzipale, aus ihren Beobachtungen des Verhaltens des Agenten ziehen. Der Agent selbst kann über Kommunikation beeinflussen, wie er beobachtet oder perzipiert wird. Reputation hat deshalb auch etwas mit Kommunikation zu tun. Reputationsüberlegungen führen somit zwangsläufig zu Investitionen in die Kommunikation. Ausdruck solcher Investitionen ist etwa der zur Zeit zu beobachtende Aufstieg der Kommunikationsverantwortlichen in Publikumsgesellschaften von der Sachbearbeiterebene auf die Stufe der erweiterten Geschäftsleitung.⁷¹

Sinnvolle Kommunikation, welche die Beobachtungsbasis verbessert und damit genauere Schlüsse ermöglicht, und schönfärberische Selbstdarstellung liegen oft nahe beieinander.⁷² Reputation muss denn auch nicht verdient sein, im Positiven so wenig wie im Negativen. Dazu für einmal Shakespeare, Othello, 2. Akt, 3. Szene:

CASSIO: Reputation, reputation, reputation! O, I have lost my reputation! I have lost the immortal part of myself, and what remains is bestial. My reputation, Iago, my reputation!

IAGO: As I am an honest man, I thought you had received some bodily wound; there is more sense in that than in reputation. Reputation is an idle and most false imposition: oft got without merit, and lost without deserving [...].⁷³

68 Vgl. die weiterführende Studie von ROGERSON.

69 Vgl. die Studie von WOLFSON.

70 Vgl. HUSEMANN, *passim*.

71 Vgl. dazu auch das Ranking der Schweizer Kommunikationsexperten in CASH, 11. 2. 2000, S. 18 ff. FOMBRUN, S. 196 f., postuliert die Einführung der Position eines Chief Reputation Officers (CRO) auf der Ebene direkt unterhalb des CEO.

72 Zur Illustration vgl. CASH, 11. 2. 2000, S. 17, wo auf die zunehmende Bedeutung der Informationspolitik im Zeitalter des Shareholder Value hingewiesen wird und die gravierendsten Informationsfehler (beispielsweise Falschdarstellung, Verzögerungstaktik, Überinformation etc.) und deren Einfluss auf den Börsenkurs dargestellt werden.

73 Für den Hinweis auf diese Stelle danke ich meinem Kollegen Daniel Daeniker.

B. Reputation bei Publikumsgesellschaften

1. Ausgangslage

Die Bedingungen für einen Ausgleich asymmetrischer Information durch Reputationsmechanismen sind bei Publikumsgesellschaften in hohem Mass erfüllt:

- *Erstens* lassen sich viele Aspekte der Tätigkeit von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung von aussen beobachten, ohne dass die Schlüsse aus den Beobachtungen verifiziert werden könnten. Dies gilt insbesondere für den Beitrag von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung zum Geschäftsergebnis: Die Erfolgsrechnung dokumentiert das Geschäftsergebnis. Das Geschäftsergebnis hängt unter anderem von der Qualität der Geschäftsführung ab. Die Erfolgsrechnung erlaubt dem Aktionär deshalb eine teilweise Beobachtung der Qualität der Geschäftsführung. Verifizieren allerdings lassen sich die Schlüsse aus diesen Beobachtungen nur beschränkt: Neben der Qualität der Geschäftsführung sind eine Vielzahl von exogenen Faktoren für das Ergebnis relevant, von Faktoren also, auf die das Management keinen Einfluss hat, wie die allgemeine Wirtschaftslage und die spezifische Entwicklung des betreffenden Industriesektors, die Entwicklung von Wechselkursen und Rohstoffpreisen.⁷⁴
- *Zweitens* können Investoren ihr Portefeuille dank des börslichen Handels jederzeit unter geringen Transaktionskosten umschichten. Verwaltungsrat und Geschäftsleitung einer Publikumsgesellschaft sind deshalb laufend mit der Vertrauensfrage konfrontiert. Fällt die Antwort positiv aus, so erhöht sich die Nachfrage nach dem Titel, mit der Konsequenz eines Preisanstiegs, fällt sie negativ aus, so erhöht sich das Angebot, mit der Konsequenz eines Preisrückgangs. Das Verhältnis der Publikumsgesellschaft zu ihren Aktionären oder allgemeiner zu den aktuellen und potenziellen Investoren ist damit durch ein hohes Mass an wiederholter Interaktion geprägt. Die Aussagekraft dieser «*Abstimmung über den Markt*» ist aus zwei Gründen hoch:⁷⁵ Einerseits stehen ein- oder aussteigende Investoren mit ihrem Geld für ihre Entscheidung ein. Ihre Entscheidungen geben deshalb mit hoher Wahrscheinlichkeit ihr tatsächliches Urteil über die Gesellschaft wieder.⁷⁶ Der Börsenhandel unterscheidet sich darin von anderen Verfah-

74 Vgl. zu den verschiedenen Komponenten des Einflusses von Managern auf den Output WILSON, S. 54, m. w. H.

75 Zur Frage der Markteffizienz vgl. FAMA, *Journal of Finance*, 25 (1970) S. 383 ff., auf den die Dreiteilung der Kapitalmarkteffizienztheorie zurückgeht; einen guten Überblick bieten MACEY/MILLER, *Stanford Law Review*, 42 (1990) S. 1080 ff.; vgl. auch BREALEY/MYERS, S. 232 f.; kritisch zur Effizienzhypothese SHILLER, S. 171 ff.

76 Ausnahme ist der seltene Fall der Kursmanipulation (vgl. NOBEL, § 12 N 16 ff.).

ren zur Ermittlung eines kollektiven Urteils, wie etwa der Meinungsumfrage. Andererseits stellen Investoren zunehmend auf die Vorarbeiten professioneller Analysten ab. Diese wiederum sind dank der Spezialisierung auf einzelne Sektoren der Wirtschaft überdurchschnittlich gut in der Lage, aus den Ergebnissen unter Elimination der verschiedenen exogenen Faktoren auf die tatsächliche Leistung des Managements zu schliessen. Zudem sind Analysten ausgeprägte *repeat players*.⁷⁷ Sie nehmen immer wieder an Analystenpräsentationen und -gesprächen teil, was es ihnen unter anderem erlaubt, die langfristige Konsistenz von Lagebeurteilung, Strategie und Kommunikation des Managements zu beurteilen. Sie durchschauen beschönigende Darstellungen leichter als das breite Publikum – was auch das Management weiss und in seine Kommunikationsstrategie miteinbeziehen wird.⁷⁸

2. Reputation der obersten Führungsebene

Reputation ist bei Publikumsgesellschaften nicht nur als Reputation der Gesellschaft als Ganzes, sondern vor allem auch als Reputation der einzelnen Mitglieder der obersten Führungsebene von Bedeutung.⁷⁹ 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 innerhalb einzelner Branchen und unter Spezialisten besteht oft eine klare Vorstellung davon, wer was kann und wer damit welchen Marktwert hat. Dies gilt unter Anwälten genauso wie unter Ärzten, spezialisierten Ingenieuren oder Werbern. Nachdem das Verhalten in diesen Fällen allerdings primär durch die Branchenangehörigen und Spezialisten beobachtet werden kann, beschränkt sich der Reputationsmechanismus auf einen verhältnismässig engen Kreis von Personen.

Der Leistungsausweis von Mitgliedern der obersten Führungsebene von Publikumsgesellschaften wird demgegenüber von einem viel grösseren Kreis von Personen und insbesondere von Analysten und von den Finanzmedien, also von professionellen Beobachtern und damit Reputationsintermediären registriert. Der Markt für Manager orientiert sich deshalb stark an der Reputation der einzelnen Führungskräfte. In Schlüsselpositionen, wie derjenigen des Verwaltungsratspräsidenten und des Vorsitzenden der Geschäftsleitung

77 Vgl. oben V. A.3.

78 Als Reputationsintermediäre verfügen Analysten ihrerseits über ein beachtliches Mass an privater Information und sind somit gegenüber ihren Prinzipalen ebenfalls an einer eigenen positiven Reputation interessiert.

79 Vgl. auch die weiterführende Studie von HOLMSTRÖM.

(CEO), 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, wer in Analystenkreisen zumindest ein unbeschriebenes Blatt ist, wessen Reputation also nicht bereits durch frühere Misserfolge beeinträchtigt ist.⁸⁰ Positive Reputation ist damit Erfolgsvoraussetzung: Wer die obere Führungsebene einer Publikumsgesellschaft erreichen und auf dieser Ebene bestehen will, muss sich eine positive Reputation erarbeiten.⁸¹ Die Investition in Reputation durch Verzicht auf kurzfristig opportunistisches Verhalten liegt damit im Interesse jedes einzelnen Mitglieds von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung. Investition in Reputation ist Investition in das individuelle Humankapital. Die verhaltenssteuernde Wirkung setzt damit direkt beim Individuum an und beschränkt sich nicht auf den Verwaltungsrat oder die Geschäftsleitung als Kollektiv.

Der Reputationsmechanismus auf dem Markt für Manager ist in seiner Steuerungswirkung den erfolgsabhängigen Entschädigungsprogrammen in mancher Hinsicht überlegen. Exogene Faktoren insbesondere dürften im Urteil von Analysten differenzierter berücksichtigt werden, als dies in einem Entschädigungsprogramm der Fall sein kann. Ebenso werden Analysten den Erfolg eines Management-Teams regelmässig nicht absolut, sondern relativ zum Potential der Branche beurteilen. In so genannten «reifen» Branchen gelten andere Wachstumsraten als Erfolgsausweis als in ausgeprägten Wachs-

80 Im Sinne von *anecdotal evidence* lässt sich umgekehrt der Einfluss der Reputation von Führungskräften auf den Aktienkurs durch die folgenden Beispiele illustrieren:

Emittent	Ereignis	Bekanntgabe	Kurs bei Börsenschluss		Differenz
			Vortag	Tag	
CSG	Nomination von L. Mühleemann als CEO	02.07.96	120,25	134,5	11,9%
SULZER	Rücktritt von F. Fahrni als CEO	16.03.99	915	944	3,2%
SIG	Ankündigung: Wahl Fahrni als VRP vorgesehen	29.06.99	999	926	- 7,3%
SIG	Ankündigung: Verzicht auf Wahl Fahrni als VRP	16.09.99	890	914	2,7%
UBS AG	Rücktritt M. Cabiallavetta als VRP	02.10.98	137,5	142,5	3,6%
ASCOM	Tod von E. Müller-Möhl	04.05.00	5980	5770	- 3,5%
AFG-ARBONIA	Tod von E. Müller-Möhl	04.05.00	990	999	0,9%

81 Im *end game* lässt sich eine Abnahme des Einflusses von Reputationsüberlegungen auf das Verhalten von Führungskräften beobachten. So hängt das Investitionsverhalten (langfristige bzw. kurzfristige Ausrichtung) von CEOs stark von deren Alter, d. h. von der verbleibenden Zeit bis zur Pensionierung ab. Beleg dafür ist eine empirische Studie von DECHOW/SLOAN, *Journal of Accounting & Economics*, 14 (1991) S. 51 ff., wonach CEOs, die vor der Pensionierung stehen, zu Zurückhaltung bei Investitionen im Bereich F&E tendieren, um ihre gewinnabhängigen Lohnkomponenten zu maximieren (vgl. insbesondere S. 61 ff.).

tumsbranchen.⁸² Umgekehrt besteht aber auch eine nicht zu unterschätzende Gefahr von zumindest vorübergehenden kollektiven Fehleinschätzungen.⁸³ Zudem wird die kurzfristige Versuchung zur einseitig positiven Darstellung immer gross sein – trotz aller Reputationsrisiken und auch wenn sich der wahre Zustand einer Unternehmung auf die Dauer nicht verheimlichen lässt.⁸⁴

Wer sich um Reputation kümmert, muss der Kommunikation besondere Bedeutung zumessen. Der Stellenwert der Kommunikation ist dementsprechend ein Indikator für den Stellenwert der Reputation. Der bereits erwähnte hierarchische Aufstieg der Kommunikationsverantwortlichen in schweizerischen Publikumsgesellschaften von der Stufe der Sachbearbeiter auf die Stufe der erweiterten Geschäftsleitung ist deshalb ein Indiz für die zunehmende Bedeutung von Reputation im Alltag der Unternehmensführung. Dasselbe gilt für die zentrale Bedeutung, welche neuere Ansätze der Unternehmensführung – wie insbesondere der so genannte wertorientierte Ansatz unter dem Stichwort des *Value Reporting* – der Kommunikation im Allgemeinen und den so genannten *Investor Relations* im Besonderen zumessen.⁸⁵ Dass wir in dieser Hinsicht erst am Anfang einer Entwicklung stehen, liegt auf der Hand: Die immer schnellere und einfachere Verbreitung von Information über das Internet macht immer mehr Verhalten für immer mehr Personen beobachtbar; Fortschritte bei der Entwicklung von Werkzeugen für die automatisierte Informationsauswertung dürften die Bewältigung dieser Informationsflut in Zukunft eher erleichtern. Ein Entwicklungsschub ist auch bei den elektronischen Handelsplattformen absehbar. Die resultierenden tieferen Transaktionskosten werden den Ein- und Ausstieg von Investoren weiter erleichtern, so dass auch das Element der wiederholten Interaktion an Bedeutung gewinnen dürfte.

3. Reputation und Recht

Reputation ist nicht Teil des Systems Recht. Das Recht kann allerdings gerade im Bereich der Publikumsgesellschaften einen erheblichen Beitrag zum Funktionieren von Reputation leisten. Dies gilt einmal für den ganzen Bereich der Rechnungslegung: Grundlage der Verhaltenssteuerung durch Reputa-

82 Vgl. dazu den *Market Approach* bzw. *Comparative Company Approach (CCA)*, wonach bei der Unternehmensbewertung unter anderem auf die Börsen- und Marktwerte ähnlicher Gesellschaften abgestellt wird, vgl. HELBLING, S. 139 und COPELAND/KOLLER/MURRIN, S. 257 f.

83 Beispiel dürfte die Kursentwicklung einzelner *New Economy*-Titel sein. Zu psychologischen Faktoren wie Herdenverhalten und Informationskaskaden unter Anlegern vgl. SHILLER, S. 151 ff.

84 Beispiel dafür ist das Phänomen des sogenannten *hockey stick* bei der Projektion der künftigen Ergebnisse.

85 Vgl. VOLKART, S. 63 ff. und S. 83 ff.

tation ist die Beobachtung der Leistungen einzelner Mitglieder der oberen Führungsebene durch Analysten und Finanzpresse, sowie – mittelbar – durch eine weitere Öffentlichkeit. Der Wirkungsgrad dieser Verhaltenssteuerung hängt von der Qualität und Aussagekraft der Informationen über die Tätigkeit der betreffenden Personen ab:

- Einheitliche und aussagekräftige Rechnungslegungsstandards erleichtern den letztlich entscheidenden Vergleich zwischen verschiedenen Unternehmen. Konsequenz ist die Forderung nach einem international einheitlichen Rechnungslegungsstandard, wofür mit Blick auf die dominierende Bedeutung des US-amerikanischen Kapitalmarkts eigentlich nur US-GAAP in Frage kommt.⁸⁶
- Kurze Intervalle für die Berichterstattung erhöhen den Druck in Richtung auf eine offene und realistische Darstellung der Lage des Unternehmens oder erhöhen anders gesagt die potenziellen Reputationsrisiken und damit die Kosten der unbegründet positiven Darstellung des Stands der Dinge. Konsequenz ist die Forderung nach quartalsweiser Berichterstattung.
- Ein Herabbrechen der Berichterstattung auf die einzelnen Unternehmensbereiche bringt die verhaltenssteuernde Wirkung des Reputationsmechanismus – über das Führungsgremium als Kollektiv bzw. den Geschäftsleitungsvorsitzenden hinaus – direkt auch auf der Ebene des einzelnen Geschäftsleitungsmitglieds zum Tragen. Konsequenz ist die Forderung nach aussagekräftigen Segmentberichterstattungen, also nach einer Aufgliederung der Erfolgsrechnung nach Geschäftssparten und geographischen Märkten. IAS schreibt eine solche Aufgliederung bereits vor (IAS 14), wobei ein grosser Teil der IAS anwendenden Unternehmen⁸⁷ der entsprechenden Pflicht nicht nur der Form nach, sondern auch in der Substanz nachlebt. FER hingegen verlangt nur gerade den Ausweis der Nettoerlöse pro Segment (FER 8 Ziff. 3) und bietet zudem in Ziff. 13 eine faktische Escape-Möglichkeit, ist in dieser Hinsicht also revisionsbedürftig.⁸⁸

86 Selbstverständlich ist auch denkbar, dass die Vereinheitlichung der Rechnungslegungsstandards nicht durch die Beschränkung auf US-GAAP, sondern durch die inhaltliche Angleichung der Standards erreicht wird: Man kann das gleiche Produkt auch unter verschiedenem Namen verkaufen. Es ist deshalb nicht ausgeschlossen, dass IAS in einer mit US-GAAP übereinstimmenden Fassung erhalten bleibt. In der Schweiz hat sich IAS in den vergangenen Jahren immer stärker durchgesetzt (62% der kotierten Unternehmen), während US-GAAP vorwiegend von den wenigen Unternehmen (lediglich 2% der kotierten Unternehmen) verwendet wird, die an der New Yorker Börse, die US-GAAP als Kotierungsvoraussetzung kennt, kotiert sind (vgl. NZZ vom 17. 1. 2000, S. 22).

87 In der Schweiz sind dies gegenwärtig 106 Unternehmen (vgl. <http://www.iasc.org.uk>).

88 Vgl. weiter die detaillierten Anforderungen in FAS 131 der US-GAAP.

Weiter kann Recht durch Anordnung spezifischer Transparenz die Funktion von Reputation in Bereichen unterstützen, in denen die Verhaltenssteuerung durch mandatsrechtliche Pflichten und Anreize potenziell funktionale Defizite aufweist. Dies gilt etwa für die bereits erwähnten Offenlegungsbestimmungen für den Umgang mit Interessenkonflikten und für die Entschädigungsprogramme.⁸⁹ Mit Blick auf den funktionsbedingten Informationsvorsprung der Mitglieder der obersten Führungsebene ist weiter eine Offenlegungspflicht für Transaktionen von Mitgliedern des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung in Titeln der Gesellschaft vorzusehen.⁹⁰

4. Gütesiegel

Die Funktion von Reputationsmechanismen kann, wie bereits angeschnitten,⁹¹ durch Gütesiegel beeinflusst werden. Gütesiegel bauen auf gesetzten Standards auf und ergänzen diese durch eine Kontrollfunktion, wobei ein positives Kontrollergebnis der kontrollierten Person das Recht gibt, das Gütesiegel für sich in Anspruch zu nehmen. Bereitgestellt werden solche Gütesiegel typischerweise von Branchenverbänden oder Interessengruppen. Wichtigstes Beispiel von Gütesiegeln im Bereich der Publikumsgesellschaften sind Rechnungslegungsstandards, wie FER, IAS und US-GAAP. Dabei lässt sich etwa bei IAS ein gezielter Ausbau der Gütesiegelfunktion feststellen. Seit dem 1. Januar 2000 darf das Testat «IAS-konform» gemäss IAS Nr. 1 Ziff. 11 (1997) nur noch erteilt werden, wenn der Abschluss in allen Teilen IAS entspricht, wenn also insbesondere keine Revisionsbemerkungen angebracht wurden. Das *International Accounting Standards Committee* als Trägerin von IAS und damit als *norm entrepreneur*⁹² stellt so sicher, dass das von ihr unterhaltene Gütesiegel IAS nicht durch eine «IAS-light-Praxis» unterwandert wird, bei der trotz Abweichens von einzelnen Bestimmungen ein IAS-Testat erteilt wird, das durch Revisionsbemerkungen relativiert ist. Der *norm entrepreneur* ergreift mit anderen Worten seinerseits Massnahmen zum Schutz seiner eigenen Reputation bzw. der Reputation, die sich Gesellschaften mit dem Testat IAS-konform verschaffen. Gütesiegel könnten darüber hinaus aber auch für andere Bereiche der Corporate Governance bereitgestellt

89 Vgl. oben IV. A.

90 Im amerikanischen Recht regelt Section 16 des Securities Exchange Act von 1934 die Offenlegung entsprechender Transaktionen. Als Beispiel für die praktische Bedeutung dieser Regel vgl. Wall Street Journal (US), 19. 4. 2000, S. A1, betreffend das Verhalten von so genannten *corporate insiders* von IPO-Gesellschaften beim Ablauf der Lock-up-Periode.

91 Vgl. oben III. B.1.

92 Vgl. dazu ELLICKSON, S. 14 ff., der als Initianten von Normveränderungen drei Kategorien von *change agents* unterscheidet, nämlich *self-motivated leaders*, *norm entrepreneurs* und *opinion leaders*.

werden, so zum Beispiel in der Form der bereits erwähnten *best practices* für angemessene Gestaltung der internen Entscheidungs- und Kontrollmechanismen.⁹³

Gütesiegel erleichtern den Erwerb einer positiven Reputation, indem sie die Kommunikation über das Einhalten von spezifischen Normkomplexen für Teilbereiche des wirtschaftlichen Handelns vereinfachen. Auch Gütesiegel können allerdings mit negativen Erscheinungen verbunden sein. So besteht bei Standards, die branchenintern gesetzt werden, das Risiko, dass letztlich bloss der kleinste gemeinsame Nenner festgehalten wird. Das Gütesiegel spiegelt in diesem Fall Qualität vor, hält tatsächlich aber bestenfalls Selbstverständliches fest. Im Bereich der Publikumsgesellschaften besteht dieses Risiko etwa beim Erlass von *best practices*. Entscheidend ist hier, ob sich die Marktteilnehmer, die ihrerseits bereits höhere Standards einhalten, mit ihrem Interesse an einer zurückhaltenden Verteilung des Gütesiegels durchsetzen können und wollen.⁹⁴ Bei branchenextern von norm entrepreneurs gesetzten Standards dagegen besteht das Risiko, dass deren Geschäftsinteressen in den Vordergrund rücken. Aktuell ist dieses Risiko im Bereich der Rechnungslegungsvorschriften, haben die Vertreter der Revisionsgesellschaften in den entsprechenden Fachkommissionen doch regelmässig eine bedeutende, wenn nicht dominierende Stellung. Besondere Beachtung wird diesem Aspekt vor allem dann zu schenken sein, wenn sich der – mit Blick auf die Vergleichbarkeit an und für sich zu begrüssende⁹⁵ – Trend zu einem einzigen Rechnungslegungsstandard fortsetzt. Sedes einer Problemlösung wäre das Wettbewerbsrecht.

5. Interessengruppen

Reputation ist ein offenes System, auf das auch aussenstehende Dritte Einfluss nehmen können. In einem engeren Kreis gehören dazu die bereits erwähnten Reputationsintermediäre, wie die Finanzpresse, die Analysten, aber auch die Rating Agencies. Finanzpresse und Analysten handeln für die Investoren oder nehmen dies zumindest für sich in Anspruch. Sie bereiten Informationen auf, setzen sie zuhanden der Investoren in ein Urteil über die Qualität des Managements von Gesellschaften und damit letztlich in Reputation um.

In einem weiteren Kreis können dann aber auch Interessengruppen, die offen die Interessen Dritter vertreten, Einfluss auf die Reputation von Publi-

93 Vgl. oben III. B.2.

94 Illustrativ in diesem Zusammenhang das Zitat zum Phänomen des Clubs von MARX, S. 321: «*I don't want to belong to any club that will accept me as a member.*» Allgemein zur Clubtheorie: SANDLER/TSCHIRHART, Public Choice, 93 (1997) S. 335 ff.

95 Vgl. oben V. B.3.

kumgesellschaften nehmen. Beispiele sind etwa Greenpeace oder Amnesty International. Bekanntester Anwendungsfall ist das Vorgehen von Greenpeace gegen Royal Dutch/Shell im Zusammenhang mit der Versenkung der Ölplattform Brent Spar.⁹⁶ Pointiert gesagt usurpieren hier aussenstehende Dritte die Reputation eines Unternehmens, um so die Durchsetzung ihrer Ziele sicherzustellen; sie nehmen die Reputation zur Geisel.⁹⁷ Noch konsequenter, wenn auch weniger spektakulär agieren Interessengruppen, die spezifische Gütesiegel bereitstellen, die es Unternehmen erlauben, ihre Position zu gewissen Fragen zu kommunizieren und damit Investoren mit genau definierten Präferenzen anzusprechen. Beispiel dafür ist der von der in der Schweiz ansässigen Firma SAM⁹⁸ unterhaltene Dow Jones Sustainability Group Index, in den Firmen aufgenommen werden, deren Unternehmenspolitik den Kriterien der Nachhaltigkeit genügt.⁹⁹

Mit zunehmender Bedeutung von Reputation wird dieser Mechanismus potenziell wirksamer. Die vermeintlich vergessenen Stakeholder werden ihre Interessen im «Global Village» der Zukunft effektiver durchsetzen können, als dies in den geschlossenen Volkswirtschaften der Vergangenheit der Fall war. Dabei unterstehen auch die Agenten der Stakeholder einer Verhaltenssteuerung durch Reputation. Greenpeace wird nicht ein zweites Mal wie bei Brent Spar eine einleuchtende, offensichtlich aber nur beschränkt fundierte Forderung durchsetzen können.¹⁰⁰ Verhaltenssteuerung durch Reputation eröffnet damit die faszinierende Perspektive einer Vervollständigung der globalen Wirtschaft durch einen auf Konsum- und Anlageentscheiden aufbauenden globalen Diskurs über widerstreitende Interessen.

C. Wertung

Die Verhaltenssteuerung durch Reputation überlagert und ergänzt die Verhaltenssteuerung durch Verantwortlichkeit und Anreize. *Verantwortlichkeit* schafft den Rahmen für eine qualitativ hochwertige Unternehmensführung, indem sie über die Treuepflicht die Interessensphäre von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung gegen diejenige der Aktionäre abgrenzt und indem sie Verwaltungsrat und Geschäftsleitung über die Sorgfaltspflicht auf ein sorgfältiges Vorbereiten, Fassen und Umsetzen der unternehmerischen Entscheide

96 Vgl. «Giant Outsmarted: How Greenpeace Sank Shell's Plan to Dump Big Oil Rig in Atlantic», The Wall Street Journal (US), 7. 7. 1995, S. A1.

97 Zum so genannten *hostage model*: WILLIAMSON, S. 167 ff.

98 Vgl. <http://www.samswiss.ch>.

99 Dazu <http://indexes.dowjones.com/djsgi/index/index.html>.

100 Vgl. «Royal Dutch/Shell Receives Apology From Greenpeace», The Wall Street Journal (US), 6. 9. 1995, S. A15.

verpflichtet. *Anreize*, wie insbesondere erfolgsabhängige Entschädigungsmodelle, motivieren Verwaltungsrat und Geschäftsleitung dazu, sich uneingeschränkt für das Unternehmen einzusetzen. *Reputation* schafft einen unmittelbaren Bezug zwischen dem Erfolg des Unternehmens und dem individuellen Humankapital der Mitglieder der obersten Führungsebene und leistet so einen entscheidenden Beitrag zur Überwindung der unvermeidlichen Unschärfe der Verhaltenssteuerung durch Verantwortlichkeit und Anreize.

Die Corporate Governance des Informationszeitalters tritt dem Prinzipal-Agent-Problem mit einer dreiteiligen Strategie entgegen. Von den drei Elementen dieser Strategie dürfte die Verhaltenssteuerung durch Reputation in der näheren Zukunft aus zwei Gründen das grösste Entwicklungspotential haben: Einerseits wird die weitere Entwicklung im Bereich der Informationsübermittlung und -auswertung mehr Verhalten für mehr Personen beobachtbar machen und damit die Voraussetzungen für noch wirkungsvollere und differenziertere Reputationsmechanismen schaffen. Andererseits sind die Möglichkeiten des Rechts, die Verhaltenssteuerung durch Reputation gezielt zu unterstützen, ja zu instrumentalisieren, heute erst zu einem kleinen Teil ausgeschöpft.

Literaturverzeichnis

- AKERLOF, GEORG, The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84 (1970) S. 488 ff.
- BAIRD, DOUGLAS G./GERTNER, ROBERT H./PICKER, RANDAL C., *Game Theory and the Law*, Cambridge/London 1994.
- BÖCKLI, PETER, Corporate Governance auf Schnellstrassen und Holzwegen, *Der Schweizer Treuhänder*, 74 (2000) S. 133 ff.
- BÖCKLI, PETER, Corporate Governance: The «Cadbury Report» and the Swiss Board Concept of 1991, *SZW* 68 (1996) S. 149 ff.
- BÖCKLI, PETER, Der Stand der Dinge nach den Berichten «Hampel», «Viénot» und «OECD» sowie dem deutschen «KontTraG», *SZW* 71 (1999) S. 1 ff.
- BÖCKLI, PETER, *Schweizer Aktienrecht*, 2. Aufl., Zürich 1996.
- BREALEY, RICHARD A./MYERS, STEWART C., *Principles of Corporate Finance*, 5. Aufl., New York etc. 1996.
- CLARK, ROBERT CHARLES, *Corporate Law*, Boston/Toronto 1986.
- COPELAND, TOM/KOLLER, TIM/MURRIN, JACK, *Valuation*, 2. Aufl., New York etc. 1996.

- DECHOW, PATRICIA M./SLOAN, RICHARD G., Executive Incentives and the Horizon Problem, *Journal of Accounting & Economics*, 14 (1991) S. 51 ff.
- DRUEY JEAN NICOLAS, *Information als Gegenstand des Rechts*, Zürich/Baden-Baden 1995.
- ELLICKSON, ROBERT C., The Evolution of Social Norms: A Perspective from the Legal Academy, Yale 1999, S. 14 ff. (Working Paper der Yale Law School No. 230, http://papers.ssrn.com/toptens/tt_jrnl_166071.html).
- FAMA, EUGENE F., Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 88 (1980) S. 288 ff.
- FAMA, EUGENE F., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 25 (1970) S. 383 ff.
- FAMA, EUGENE F./JENSEN, MICHAEL C., Agency Problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics*, 26 (1983) S. 327 ff.
- FEHR, ERNST/SCHMIDT, KLAUS M., A Theory of Fairness, Competition and Cooperation, *The Quarterly Journal of Economics*, August 1999, S. 817 ff.
- FELLMANN, WALTER, *Berner Kommentar Bd. VI, 2. Abteilung, 4. Teilband, Der einfache Auftrag*, Art. 394–406 OR, Bern 1992.
- FÖGEN, MARIE THERES, «Mehr Sein als Schein»? Anmerkungen zur juristischen Person in Theorie und Praxis, *SJZ* 95 (1999) S. 393 ff.
- FOMBRUN, CHARLES J., *Reputation*, Boston 1996.
- FORSTMOSER, PETER/MEIER-HAYOZ, ARTHUR/NOBEL, PETER, *Schweizerisches Aktienrecht*, Bern 1996.
- GAUCH, PETER/SCHLUEP, WALTER R./SCHMID, JÖRG/REY, HEINZ, *Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil*, 7. Aufl., Zürich 1998.
- GAUTSCHI, GEORG, *Berner Kommentar Bd. VI, 2. Abteilung, 6. Teilband, Besondere Auftrags- und Geschäftsführungsverhältnisse sowie Hinterlegung*, Bern 1962.
- GRASS, ANDREA R., *Business Judgment Rule*, Diss. Zürich 1998.
- GRASS, ANDREA R., Management-Entscheidungen vor dem Richter, *SZW* 72 (2000) S. 1 ff.
- HÄFELIN, ULRICH/HALLER, WALTER, *Schweizerisches Bundesstaatsrecht*, 4. Aufl., Zürich 1998.
- DIES., *Schweizerisches Bundesstaatsrecht, Supplement zur 4. Aufl., Die neue Bundesverfassung*, Zürich 2000.
- HELBLING, CARL, *Unternehmensbewertung und Steuern*, 9. Aufl., Düsseldorf 1998.
- HENN, HARRY G./ALEXANDER, JOHN R., *Laws of Corporations*, 3. Aufl., USA 1983, mit Supplement 1986.
- HOLMSTRÖM, BENGT, Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective, in: *Essays in Economics and Management in Honor of Lars Wahlbeck*. Helsinki: Swedish School of Economics 1982, S. 209 ff.

- HUSEMANN, WALTER, Die Reputation des Wirtschaftsprüfers in ökonomischen Agency-Modellen, Diss. Köln 1992.
- JENNINGS, RICHARD W./MARSH, HAROLD JR./COFFEE, JOHN C. JR./SELIGMAN, JOEL, Securities Regulation, 8. Aufl., New York 1998.
- JENSEN, MICHAEL C./MECKLING, WILLIAM H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 3/1976, S. 305 ff.
- KRAMER, ERNST A./SCHMIDLIN, BRUNO, Berner Kommentar Bd. VI, 1. Abteilung, 1. Teilband, Allgemeine Einleitung in das schweizerische Obligationenrecht und Kommentar zu Art. 1–18 OR, Bern 1986.
- KREPS, DAVID M./WILSON, ROBERT, Reputation and Imperfect Information, Quarterly Journal of Economics, 27 (1982) S. 253 ff.
- LEITER, BRIAN, Measuring the Academic Distinction of Law Faculties, Journal of Legal Studies, 29 (2000), S. 451 ff.
- MACDONALD, NIGEL, The Cadbury Report – Corporate Governance from an Institutional Perspective, Der Schweizer Treuhänder, 69 (1995) S. 1051 ff.
- MACEY, JONATHAN R./MILLER, GEOFFREY P., Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory, Stanford Law Review, 42 (1990) S. 1080 ff.
- MANSTETTEN, REINER, Das Menschenbild der Ökonomie, Freiburg i. Br. 2000.
- MARX, GROUCHO, Groucho and me, New York 1995.
- MERKT, HANNO, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, Heidelberg 1991.
- MILGROM, PAUL/ROBERTS, JOHN, Economics, Organization & Management, Englewood Cliffs 1992.
- NOBEL, PETER, Grundsätze der OECD zu Corporate Governance, SZW 71 (1999) S. 244 ff.
- NOBEL, PETER, Schweizerisches Finanzmarktrecht, Bern 1997.
- RAPPAPORT, ALFRED, Shareholder Value, 2. Aufl., Stuttgart 1999.
- REY, HEINZ, Ausservertragliches Haftpflichtrecht, 2. Aufl., Zürich 1998.
- ROGERSON, WILLIAM, The Role of Reputation in a Repeated Agency Problem Involving Information Transmission, Technical Report 377, Institute for Mathematical Studies in the Social Sciences, Stanford University 1982
- ROSS, STEPHAN A., The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, The American Economic Review, Papers and Proceedings, 63 (1973) S. 134 ff.
- RÜHLI, EDWIN, Unternehmungsführung und Unternehmungspolitik II, 2. Aufl., Bern 1988.
- SANDLER, TODD/TSCHIRHART, JOHN, Club Theory: Thirty Years Later, Public Choice, 93 (1997) S. 335 ff.
- SHILLER, ROBERT J., Irrational Exuberance, Princeton 2000.

- SPREMANN, KLAUS, Reputation, Garantie, Information, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 58 (1988) S. 613 ff.
- SUTER, RETO, Corporate Governance & Management Compensation, Diss. Zürich 1999, Zürich 2000.
- TIROLE, JEAN, Industrieökonomik, 2. Aufl., München/Wien 1999.
- Treuhand-Kammer, Schweizerische Kammer der Wirtschaftsprüfer, Steuer- und Treuhandexperten, Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung, Zürich 1998.
- ULRICH, HANS/KRIEG, WALTER, St. Galler Management-Modell, 2. Aufl., Bern 1973.
- VOLKART, RUDOLF, Shareholder Value & Corporate Valuation, Zürich 1998.
- VON DER CRONE, HANS CASPAR, Auf dem Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaften, ZBJV 133 (1997) S. 73 ff.
- VON DER CRONE, HANS CASPAR, Interessenkonflikte im Aktienrecht, SZW 66 (1994) S. 1 ff.
- WATTER, ROLF, in: HONSELL/VOGT/WATTER (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, Art. 530–1189 OR, Basel/Frankfurt a. M. 1994.
- WEBER, ROLF H., in: HONSELL/VOGT/WIEGAND (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 2. Aufl., Basel/Frankfurt a. M. 1996.
- WIEGAND, WOLFGANG, Ad hoc-Publizität und Schadenersatz, in: Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht, Festschrift für Jean-Paul Chapuis, Zürich 1998, S. 143 ff.
- WILLIAMSON, OLIVER E., The Economic Institutions of Capitalism, New York/London 1985.
- WILSON, ROBERT, Reputations in games and markets, in: ROTH ALVIN E. (Hrsg.), Game-theoretic Models of Bargaining, Cambridge 1985, S. 27 ff.
- WOLFSON, MARK A., Empirical Evidence of Incentive Problems and Their Mitigation in Oil and Tax Shelter Programs, Technical Report, Graduate School of Business, Stanford University 1983.
- YERMACK, D. L., Good Timing, CEO Stock Option Awards and Company News Announcements, Journal of Finance, 50 (1997) S. 449 ff.

