



FREIHEIT UND VERANTWORTUNG IN DER CORPORATE GOVERNANCE

Hans Caspar von der Crone

I.	FREIHEIT UND VERTRAG	1
II.	FREIHEIT ODER FREIRAUM	2
III.	TRIAS DER STEUERUNGSELEMENTE	4
	A. VERANTWORTLICHKEIT	4
	B. ANREIZE	6
	C. REPUTATION.....	7

I. FREIHEIT UND VERTRAG

Der Titel nimmt Bezug auf das Leitmotiv des liberalen Weltbildes, Deines wissenschaftlichen Werkes, lieber Arthur, und natürlich auch der Festschrift zu Deinem 60. Geburtstag.¹ Bei der Aktiengesellschaft haben wir es mit einem Kernstück einer liberalen Wirtschaftsordnung zu tun. Es liegt deshalb auf der Hand, das Thema des heutigen Kolloquiums, die Unternehmensleitung und -kontrolle, unter diesem Leitmotiv zu behandeln: Freiheit und Verantwortung müssten auch in der Corporate Governance² eine zentrale Rolle spielen.

Die nähere Betrachtung allerdings führt zuerst zu einem anderen Ergebnis: Verwaltungsrat und Geschäftsleitung sind Beauftragte. Ihre Beziehung zu den Aktionären bzw. zur Gesellschaft hat vertraglichen Charakter.³ Verträge aber vermitteln nicht Freiheit, sondern Bindung. Frei ist nur der Vertragsschluss.⁴ Einmal abgeschlossen schränkt der Vertrag die Parteien in

¹ Freiheit und Verantwortung im Recht: Festschrift zum 60. Geburtstag von Arthur Meier-Hayoz, PETER FORSTMOSER/WALTER R. SCHLUEP (Hrsg.), Bern 1982.

² Der britische *Cadbury Report* (Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, London 1992) definiert Corporate Governance als “*the system by which companies are directed and controlled*” (Ziff. 2.5).

³ Vgl. BGE 125 III 78 Erw. 4 sowie PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 28 N 2 ff.; PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 2. Aufl., Zürich 1996, N 1485b.

⁴ Zur Vertragsfreiheit: PETER GAUCH/WALTER R. SCHLUEP/JÖRG SCHMID/HEINZ REY, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, 7. Aufl., Zürich 1998, N 612 ff.

ihrer künftigen Handlungsfreiheit ein: Das heute Gewollte ist morgen Recht, bis hin zu einer allfälligen Durchsetzung unter Rekurs auf das staatliche Gewaltmonopol.⁵

Dies gilt auch für das Mandatsverhältnis zwischen der Gesellschaft und ihren Organen: Verwaltungsrat und Geschäftsleitung sind nicht frei, sondern gebunden. Sie haben aus freien Stücken die Pflicht zur sorgfältigen Führung der Geschäfte übernommen; dafür stehen sie in der Verantwortung.⁶

Dennoch: Gefühlsmässig scheint die Assoziation von Verwaltungsrat und Geschäftsführung nicht nur mit Verantwortung, sondern auch mit Freiheit nicht falsch. Eine Rolle mag dabei die jahrzehntelange erfolgreiche Indoktrination durch die Kaste der Verwaltungsratspräsidenten und CEOs spielen. Die Leitungsorgane der Aktiengesellschaft beanspruchen für sich traditionell den Status von Unternehmern und damit die Freiheit, die dem Unternehmer als Risikoträger originär zusteht.⁷

Risikoträger sind in der Aktiengesellschaft nun allerdings nicht die Verwaltungsräte und Geschäftsleitungsmitglieder, sondern die Aktionäre und Gläubiger. Verwaltungsräte und Geschäftsleitungsmitglieder sind nicht Unternehmer, sondern – was natürlich weniger Glanz mit sich bringt – Beauftragte der Aktionäre.⁸

Die Emanzipation der Aktionäre unter dem Stichwort des *shareholder value* hat in dieser Hinsicht zu einem Umdenken geführt.⁹ Der Stellenwert, den Gesellschaften heute den Aktionären, den Investoren im Allgemeinen, aber auch dem Kurs ihrer Aktien beimessen, zeugt von einem neuen, realistischeren Verständnis der Funktion von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung.

II. FREIHEIT ODER FREIRAUM

An der intuitiven Richtigkeit der Verbindung von Freiheit und Verantwortung auch für die Tätigkeit von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung hat diese Neudefinition der Rollen innerhalb der Aktiengesellschaft nichts geändert.

Die Freiheit belegt allerdings nicht Grosszügigkeit seitens der Aktionäre, sondern die Grenzen des Rechts. Optimale Führung der Geschäfte lässt sich nicht im Voraus als exaktes Soll definieren. Die gleiche Strategie kann zur einen Zeit im einen Umfeld den Erfolg, zur anderen Zeit im anderen Umfeld den Misserfolg mit sich bringen. Einmal erzielt der Ikonoklast aussergewöhnliche Erfolge, ein anderes Mal der sorgfältige Handwerker, einmal scheitert der mutige Innovator, ein anderes Mal der getreue Verwalter. Genauso wenig könnte das Einhal-

⁵ Die Regel „*pacta sunt servanda*“ gilt eben gerade auch für den Fall, da ein Vertragspartner im Nachhinein nicht mehr an der Aufrechterhaltung des Vertrags interessiert ist.

⁶ Vgl. Art. 754 OR.

⁷ Rolf Hüppi, ehemaliger Verwaltungsratspräsident und CEO der Zurich Financial Services, sagte von sich, er sei „ein Unternehmer, aber kein Politiker und im Herzen ein Bauer“ (zitiert nach: Weltwoche vom 11. Juli 2002, S. 25). Vgl. auch die Aussage von Wendelin Wiedeking, Vorstandsvorsitzender der Porsche AG: „Wird der Topmanager seiner Unternehmerrolle gerecht, dann muss er auch wie ein Unternehmer dotiert werden.“ (zitiert nach: JÜRGEN FORSTL, *Managervergütung und Shareholder Value*, Wiesbaden 2000, S. 1).

⁸ Vgl. EUGENE F. FAMA/MICHAEL C. JENSEN, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics* 26 (1983), S. 301 ff.

⁹ Statt vieler: ALFRED RAPPAPORT, *Shareholder Value*, 2. Aufl., Stuttgart 1999.

ten der Sollvorgaben im Nachhinein überprüft werden. Einsatz und Pech können zum gleichen Ergebnis führen wie Faulheit und Glück.¹⁰

Das Verhältnis zwischen der Gesellschaft und ihren Organen wird durch deutliche Informationsasymmetrien¹¹ geprägt. Die Leistungsparameter lassen sich weder exakt vorgeben noch auf ihre Einhaltung überprüfen und damit durchsetzen. Der Vertrag der Aktiengesellschaft mit ihren Organen ist – in der ökonomischen Terminologie – unvollständig¹² oder – aus juristischer Sicht treffender – offen. Nur ein Teil der relevanten Aspekte der geschuldeten Leistung ist vertraglich definiert und damit durchsetzbar.¹³ Die Unternehmensleitung kann damit tatsächlich beträchtliche Freiheiten oder besser Freiräume für sich beanspruchen. Diese sind allerdings nicht gezielt eingeräumt, sondern mangels Lenkungsinstrumentariums *volens volens* überlassen.¹⁴ Das ist denn auch der materielle Gehalt der traditionellen Formel, nach der der Beauftragte das Tätigwerden schuldet und nicht den Erfolg.¹⁵

Informationsasymmetrien sind nun nicht etwa eine Besonderheit des Verhältnisses zwischen der Gesellschaft und ihren Organen. Vielmehr treten sie in einer Vielzahl von Vertragsbeziehungen, darunter insbesondere in fast allen Mandatsverhältnissen, auf. Der Auftrag an die Anwältin und den Arzt sind genauso unvollständig wie das Anstellungsverhältnis der Universität mit dem Hochschullehrer.

Vergleichbar sind auch die Konsequenzen: Je ausgeprägter sich das Problem der Informationsasymmetrie stellt, desto grössere Bedeutung kommt der Reputation der Leistungserbringer zu. Weil sich die Anwaltstätigkeit nicht im Voraus exakt vertraglich absichern lässt, weil also der Klient immer mit der Unsicherheit leben muss, dass er sich auf das *feu sacré* seiner Anwältin verlassen muss, ohne dieses durchsetzen zu können,¹⁶ orientiert er sich beim Entscheid über die Mandatsvergabe am Ruf der verschiedenen Anwälte und Kanzleien.

Wer in der Vergangenheit Erfolg hatte, dürfte die Interessen seiner Klientschaft optimal wahrgenommen haben. Der Erfolg erlaubt also den Schluss auf die Qualität der Auftragsausführung. Das Beobachtete lässt sich im Sinn einer Prognose in die Zukunft extrapolieren. Wer in der Vergangenheit gut gearbeitet hat, dürfte auch in der Zukunft gut arbeiten.¹⁷ Uneingeschränkter Einsatz in der Gegenwart schafft damit in der Reputation einen Wert für die Zu-

¹⁰ Vgl. KLAUS SPREMANN, Asymmetrische Information, Zeitschrift für Betriebswirtschaft 60 (1990), S. 571.

¹¹ Statt vieler: JOCHEN SCHUMANN/ULRICH MEYER/WOLFGANG STRÖBELE, Grundzüge der mikroökonomischen Theorie, 7. Aufl., Berlin/Heidelberg 1999, S. 436 ff. Vgl. auch die klassische Studie von GEORG AKERLOF, The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, Quarterly Journal of Economics 84 (1970), S. 488 ff., welche die Bedeutung asymmetrischer Information am Beispiel des Gebrauchtwarenhandels darstellt.

¹² Zum Modell des unvollständigen Vertrags: RUDOLF RICHTER/EIRIK G. FURUBOTN, Neue Institutionenökonomik, 2. Aufl., Tübingen 1999, S. 247 ff.

¹³ RICHTER/FURUBOTN (FN 12), S. 248.

¹⁴ Vgl. HANS CASPAR VON DER CRONE, Rahmenverträge, Zürich 1993, S. 207 f.

¹⁵ Statt vieler: HEINRICH HONSELL, Schweizerisches Obligationenrecht Besonderer Teil, 6. Aufl., Bern 2001, S. 300.

¹⁶ Eine Erfüllungsklage des Auftraggebers scheidet im Auftragsrecht deshalb nicht einfach an der Kündigungs- und Widerrufsmöglichkeit gemäss Art. 404 Abs. 1 OR, sondern diese Kündigungs- und Widerrufsmöglichkeit reflektiert gerade die Unmöglichkeit, die Erfüllung eines „unvollständigen“ oder „offenen“ Vertrags zu erzwingen.

¹⁷ ROBERT WILSON, Reputations in games and markets, in ALVIN E. ROTH (Hrsg.), Game-theoretic Models of Bargaining, Cambridge 1985, S. 28.



kunft.¹⁸ Die Leistungserbringer wiederum sind sich dieses Zusammenhangs bewusst und werden mit Blick auf die Zukunft auf ein kurzfristig opportunistisches Verhalten verzichten.

Reputationsmechanismen sind damit das zentrale Steuerungselement in Vertragsverhältnissen mit ausgeprägten Informationsasymmetrien.¹⁹ Anwältinnen und Anwälte, Ärzte und Ärztinnen, Hochschullehrerinnen und Hochschullehrer, aber eben auch Mitglieder von Verwaltungsräten und Geschäftsleitungen werden primär durch ihr Interesse an einer guten Reputation und erst sekundär durch formelle Rechtspflichten dazu motiviert, sich für die Sache einzusetzen.²⁰

Belegt wird die Bedeutung der Reputation durch die besonderen Suchstrategien der Leistungsnachfrager: Wer einen Anwalt oder eine Ärztin sucht, wer sich als Studierende einen Stundenplan zusammenstellt, wer einen neuen CEO oder ein neues Verwaltungsratsmitglied sucht, wird aufgrund des Bildes von der Reputation der in Frage kommenden Anbieter entscheiden, das er sich durch Rückfragen in seinem professionellen oder privaten Umfeld verschafft hat.²¹

Halten wir das Zwischenergebnis fest: Der Mandatsvertrag der Gesellschaft mit ihren Organen ist notwendigerweise hochgradig offen, und es sind, über die formellen Rechtspflichten und die finanziellen Anreize hinaus, vor allem Reputationsüberlegungen, die die Organe einer Aktiengesellschaft zur optimalen Auftragsausführung motivieren. Im Gegensatz zur klassischen juristischen Betrachtungsweise sind wir mit einer Trias von Steuerungsinstrumenten konfrontiert. Moderne Corporate Governance beruht auf dem Zusammenspiel von Verantwortlichkeit, Anreizen und Reputation.

III. TRIAS DER STEUERUNGSELEMENTE

A. VERANTWORTLICHKEIT

Die praktischen Konsequenzen sind erheblich. Beginnen wir mit der klassischen aktienrechtlichen Verantwortlichkeit. Sie läuft Gefahr, in ihrer Wirksamkeit überschätzt zu werden.²² Mandatsrechtliche Pflichten können von vornherein nur einen limitierten Satz klar definierter Verhaltensregeln zum Gegenstand haben, nicht etwa eine allgemeine Verantwortung für den Erfolg.²³

¹⁸ Folgerichtig hat diese Reputation auch ihren Preis: Wer sich beispielsweise als Anwalt einen guten Namen geschaffen hat, kann von seinen Kunden eine höhere Entschädigung verlangen oder sich zu einem höheren Lohn anstellen lassen als ein noch unbekannter Berufskollege.

¹⁹ Vgl. JEAN TIROLE, *Industrieökonomik*, 2. Aufl., München/Wien 1999, S. 79 f.

²⁰ Auch Haftungsnormen haben auf das Verhalten der potentiell Haftpflichtigen allenfalls einen sekundären Einfluss: Andernfalls müsste der Abschluss einer D&O-Versicherung der Gesellschaft für ihre Organpersonen eigentlich dazu führen, dass sich diese nachlässiger verhalten und vermehrt Schäden verursachen. Ein solcher Zusammenhang lässt sich empirisch aber kaum belegen. Vgl. HARALD BÄRTSCHI, *Verantwortlichkeit im Aktienrecht*, SSHW 210, Zürich 2001, S. 25.

²¹ In der Gastronomie wurde derselbe Reputationsmechanismus durch den *Guide Gault Millau* und den *Guide Michelin* institutionalisiert.

²² Vgl. BÄRTSCHI (FN 20), S. 21 ff.

²³ ANDREA R. GRASS, *Business Judgment Rule*, SSHW 186, Zürich 1998, S. 2 ff.

Die aktienrechtliche Verantwortlichkeit erweckt Erwartungen, die sie nicht einzulösen vermag.²⁴ Nicht jeder unternehmerische Fehlschlag endet so, wie es das Publikum erwarten würde, im reinigenden Gewitter des Verantwortlichkeitsprozesses, abgeschlossen mit dem Urteil²⁵ und der damit verbundenen Aufarbeitung des Geschehenen.²⁶ Die Tatsache aber, dass im Bereich der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit regelmässig Erwartungen enttäuscht werden, kompromittiert längerfristig das Institut der Aktiengesellschaft als Ganzes.²⁷

Und: Sie führt zu Ausweichbewegungen, wie etwa der ins Strafrecht,²⁸ mit der Konsequenz, dass in aktienrechtlichen Störfällen selbst dann, wenn keine Anzeichen von Bereicherung vorhanden sind, strafrechtlichen Voruntersuchungen zumindest in einer Anfangsphase grössere praktische Bedeutung zukommt als der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit.²⁹

Die notwendigen korrigierenden Massnahmen liegen auf der Hand: Weniger ist wirkungsvoller durchzusetzen. Wir haben uns mit unseren aktienrechtlichen Forderungen auf das zurückzuziehen, was wirklich als Soll vorgegeben und anschliessend als Ist festgestellt und mit dem Soll verglichen werden kann. Wir müssen klarstellen, was aus aktienrechtlicher Sicht unter dem Stichwort „Sorgfalt“ verlangt werden kann, nämlich ein sorgfältiges Vorgehen bei der Entscheidungsfindung und nicht eine irgendwie geartete „Richtigkeit“ des Ergebnisses.³⁰ Die Gerichtspraxis trägt dem seit jeher Rechnung und verzichtet auf die Überprüfung von Entscheidungen auf ihre unternehmerische Zweckmässigkeit. Diese pragmatische Beschränkung auf das Mögliche ist im Gesetz zu reflektieren.

Auf der anderen Seite ist dafür zu sorgen, dass das, was durchgesetzt werden kann, auch wirklich durchgesetzt wird.³¹ Angesprochen ist die prozessuale Umsetzung der aktienrechtlichen

²⁴ Teilweise wird die Funktion der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit denn auch überwiegend im Ausgleich des Schadens gesehen bzw. deren Eignung als Steuerungselement verneint. Vgl. BÄRTSCHI (FN 20), S. 24. Hinzu kommt, dass die Unternehmen für ihre Organe üblicherweise D&O-Versicherungen abschliessen, womit sich die persönliche Haftung der einzelnen Organpersonen auf einen allfälligen Selbstbehalt reduziert.

²⁵ Häufig enden Verantwortlichkeitsprozesse mit einem Vergleich. Angesichts der oftmals jahrelangen Prozessdauer, der damit verbundenen Kosten und des Prozessrisikos bleibt den beklagten Organpersonen oft auch keine andere Wahl. Vgl. KLAUS HÜTTE, Fragen rund um die Versicherbarkeit aktienrechtlicher Verantwortlichkeitsansprüche, AJP 7 (1998), S. 1306 f. Mit dem Ausweichen auf einen Vergleich, welcher in der Regel noch mit einer Stillschweigeverpflichtung verbunden wird, geht die Legitimation des Resultats durch das Gerichtsverfahren verloren: Der Vergleich erscheint dem Publikum als undurchsichtiger „Kuhhandel“. Grundlegend dazu: NIKLAS LUHMANN, Legitimation durch Verfahren, Darmstadt 1975, S. 20; zur Legitimierung des Urteils durch ein gerechtes Verfahren im Strafprozessrecht: STEFAN TRECHSEL, Gerechtigkeit im Fehlurteil, ZStrR 118 (2000), S. 1 ff.

²⁶ Der Verantwortlichkeitsprozess ist auch ein Mittel zur kollektiven Aufarbeitung des Geschehenen. Vgl. die Aussagen von *Walter Stoffel*, Sanierung als Managementaufgabe, Panelgespräch in der NZZ vom 16. März 2002, S. 29. Voraussetzung für einen solchen kollektiven Auf- und Verarbeitungsprozess ist aber ein öffentliches Verfahren, an dem das Publikum via Medien teilnehmen kann.

²⁷ Parallel schwindet auch das Vertrauen in die Fähigkeit von Recht und Justiz, solche Konflikte bewältigen zu können.

²⁸ Im Vordergrund steht hier das Delikt der ungetreuen Geschäftsbesorgung gemäss Art. 158 StGB.

²⁹ ANDREAS DONATSCH, Aspekte der ungetreuen Geschäftsbesorgung gemäss Art. 158 Ziff. 1 StGB in der Aktiengesellschaft, ZStrR 120 (2002), S. 1 ff.

³⁰ Vgl. HANS CASPAR VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft, ZSR 119 (2000), S. 249 f.; PETER WIDMER, Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, Basel 1994, N 16 zu Art. 754 OR. Vgl. auch die in den USA gebräuchliche *business judgment rule*; dazu GRASS (FN 23), S. 49 ff.

³¹ Lebendiges – und somit wahrnehmbares – Recht sind diejenigen Normen, die sich in der Praxis durchsetzen lassen und auch durchgesetzt werden. Vgl. MANFRED REHBINDER, Rechtssoziologie, 4. Aufl., München 2000, S. 48.

Verantwortlichkeit. Bekanntlich können Aktionäre und im Konkurs auch Gläubiger die Verantwortlichkeitsansprüche der Gesellschaft an deren Stelle geltend machen.³² So einfach und einleuchtend dieses System auf den ersten Blick erscheinen mag, so wenig hat es sich bis heute als leistungsfähig erwiesen.

Dies hat zwei Ursachen. *Erstens* das Problem des kollektiven Handelns: Wer klagt, trägt das ganze Prozessrisiko; der Nutzen seiner Klage aber kommt nicht nur ihm, sondern den Aktionären als Kollektiv zu Gute: Die Durchsetzung der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit zeigt damit die klassischen Merkmale eines öffentlichen Gutes.³³ Ohne besondere Massnahmen kann nicht damit gerechnet werden, dass es im effizienten Mass produziert wird. Mit der Aktienrechtsrevision wurde diesem Problem teilweise Rechnung getragen, indem eine Kostenzuweisung an die Gesellschaft zumindest vorgesehen wurde.³⁴ Angesichts einer sehr zurückhaltenden Gerichtspraxis sind Aktionäre aber nach wie vor mit einem bedeutenden finanziellen Risiko konfrontiert.³⁵ *Zweitens* spielen auch hier Informationsasymmetrien eine entscheidende Rolle. Dem Aktionär, der eine Klage in Betracht zieht, wird es regelmässig nur schwer möglich sein, sich einen genauen Überblick über das Geschehen zu verschaffen und auf dieser Grundlage über eine Klageeinleitung oder einen Verzicht auf die Klage zu entscheiden.

Beide Probleme liessen sich mit einer Aufteilung des Verfahrens in ein Vorprüfungsverfahren und ein Hauptverfahren lösen. Im Vorverfahren wäre auf der Basis des Glaubhaftmachens darüber zu entscheiden, ob genügende Anhaltspunkte für ein pflichtwidriges Verhalten vorliegen. Ist dies der Fall, so wären einerseits die ganzen Kosten des Verfahrens von der Gesellschaft zu tragen und zweitens dem Kläger unter Gerichtsaufsicht Zugang zu den Gesellschaftsinterna zu geben.³⁶ Demgegenüber könnte auf das Verfahren der Sonderprüfung verzichtet werden.

B. ANREIZE

Wenden wir uns als nächstes der leistungsabhängigen Entschädigung zu: Entschädigungsmodelle und Optionspläne waren insbesondere in den USA das Corporate Governance Thema der 90iger Jahre. Unbestritten ist der Grundsatz: An und für sich müsste eine leistungsabhängige Entschädigung das Management dazu motivieren, sich uneingeschränkt für die Interessen der Gesellschaft und damit der Aktionäre einzusetzen.³⁷

Die Begeisterung über den Anreiz-Ansatz hat sich in der Zwischenzeit erheblich abgekühlt.³⁸ Ausschlaggebend ist wiederum das Problem der asymmetrischen Information. Lassen sich keine genauen Sollvorgaben machen bzw. diese im Nachhinein nicht genau überprüfen, so verunmöglicht dies auch die Definition eines wirkungsvollen leistungsabhängigen Entschädi-

³² Art. 756 u. 757 OR.

³³ Ein Aktionär wird in der Regel nur dann eine Verantwortlichkeitsklage einreichen, wenn der anteilmässig auf ihn entfallende Nutzen grösser ist als die dabei verursachten Kosten. Vgl. dazu HANS CASPAR VON DER CRONE, Qualitätssicherung in der Aktiengesellschaft, SJZ 98 (2002), S. 2 f.

³⁴ Art. 756 Abs. 2 OR weist den Richter an, die Prozesskosten nach seinem Ermessen auf den Kläger und die Gesellschaft zu verteilen, falls der Aktionär begründeten Anlass zur Klage hatte.

³⁵ BÄRTSCHI (FN 20), S. 342.

³⁶ HANS CASPAR VON DER CRONE, Ein Aktienrecht für das 21. Jahrhundert, SZW 70 (1998), S. 164.

³⁷ Der Hauptzweck von Anreizsystemen ist die Harmonisierung der Ziele von Prinzipalen und Agenten. Vgl. JÜRGEN FORSTL, Managervergütungen und Shareholder Value, Wiesbaden 2000, S. 35.

³⁸ Vgl. BRUNO S. FREY, Die Grenzen ökonomischer Anreize – Was Menschen motiviert, NZZ vom 18. Mai 2001, S. 25 sowie PIUS ZGRAGGEN, Die dunkle Seite von Optionsplänen, NZZ vom 24. Juli 2002, S. 19.

gungsprogramms. Insbesondere reflektiert der Aktienkurs die Leistung des Managements bei weitem nicht so genau, wie man sich dies während Jahren der steigenden Kurse einredete – eine Erkenntnis, die sich unter dem Eindruck der Trendwende an den Märkten mit bemerkenswerter Geschwindigkeit durchsetzte.

All diesen Problemen zum Trotz: Aus einer modernen Corporate Governance ist die leistungsabhängige Entschädigung so wenig wegzudenken wie die aktienrechtliche Verantwortlichkeit. Immerhin muss ihre Ausgestaltung transparent und damit diskutierbar gemacht werden.³⁹ Das ist das tragende Argument für vollständige, individuelle Offenlegung der Saläre und Optionsprogramme von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung und nicht – wie dies immer wieder eilig unterstellt wird – der Neid der Besitzlosen: Die Unternehmensleitung ist auf fremde Rechnung tätig und schuldet deshalb Rechenschaft, auch über die eigenen Bezüge.⁴⁰

C. REPUTATION

Kommen wir schliesslich zur Reputation. Reputation wird wichtig, wenn sich Verhalten zumindest teilweise beobachten lässt, ohne dass sich die aus dem Beobachteten gezogenen Schlüsse verifizieren liessen,⁴¹ und wenn die Beobachtenden ihre Beobachtungen und die daraus gezogenen Schlüsse zum Ausgangspunkt für ihr künftiges Verhalten gegenüber dem Beobachteten nehmen.⁴²

Diese Voraussetzungen sind bei Publikumsgesellschaften in *optima forma* erfüllt: Die laufende Berichterstattung ermöglicht es den Marktteilnehmern, die Aktivitäten des Unternehmens zu beobachten. Die aus den Beobachtungen gezogenen Schlüsse sind Grundlage für künftige Investitionsentscheide. Verwaltungsrat und Geschäftsleitung wissen um diesen Mechanismus und werden deshalb alles daran setzen, dass das Berichtete den Vorstellungen der Marktteilnehmer entspricht.

Reputationsmechanismen nehmen in der Corporate Governance aus zwei Gründen eine zentrale Stellung ein: Einerseits wirken sie über den förmlichen Rahmen der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit hinaus auf eine materiell den Interessen der Aktionäre entsprechende Auftragsausführung hin; andererseits stellen sie einen unmittelbaren Zusammenhang zwischen der Qualität der Auftragsausführung und dem individuellen Humankapital der Leistungserbringer her: Nicht irgendetwas steht für die Mitglieder der Unternehmensleitung auf dem Spiel, sondern ihr persönlicher Ruf und damit ihre persönlichen Zukunftsperspektiven.⁴³

³⁹ VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation (FN 30), S. 252 ff.

⁴⁰ Der Forderung nach mehr Transparenz bezüglich der Entschädigung von Management und Verwaltungsräten ist die SWX mit dem Erlass der Corporate Governance-Richtlinie (RLCG), in Kraft seit dem 1. Juli 2002, nachgekommen. Börsenkotierte Gesellschaften müssen sowohl über die Höhe der Entschädigung von Management und Verwaltungsrat als auch über das Verfahren, in der diese festgesetzt wird, Bericht erstatten. *De lege ferenda* ist überdies zu fordern, dass Aktienoptionen, die Management und Verwaltungsräte erhalten, als Aufwand in der Geschäftsrechnung verbucht werden, und zwar auch dann, wenn die Gesellschaft die dazu benötigten Aktien neu ausgibt.

⁴¹ Der Prinzipal kann das Verhalten seines Agenten in der Regel bloss teilweise beobachten und ist zudem oft nicht in der Lage, die Schlüsse, die er aus seinen Beobachtungen zieht, zu verifizieren. Vgl. DOUGLAS G. BAIRD/ROBERT H. GERTNER/RANDAL C. PICKER, *Game Theory and the Law*, Cambridge/London 1994, S. 109 ff. sowie VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation (FN 30), S. 259 ff.

⁴² Wer eine Anwältin in einer Rechtsstreitigkeit beauftragt hat, die den Fall dann gewinnt, wird sich wohl beim nächsten Mal wieder an sie wenden, obwohl die Tatsache, dass sie den ersten Fall gewonnen hat, bloss ein Indiz für ihre Fähigkeiten ist.

⁴³ VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation (FN 30), S. 265 ff.



Reputationsmechanismen sind allerdings nicht unfehlbar. So macht man sich seine Reputation bis zu einem gewissen Grad auch selbst, als Hochschullehrer so gut wie als Verwaltungsrat oder Geschäftsleitungsmitglied. Der Ruf ist im Fall des Unternehmens und seiner Leitung auch Ergebnis der Kommunikationsstrategie, der *Investor Relations* oder der Beziehungen zu den Medien. Zumindest kurzfristig ist Reputation deshalb manipulierbar. Konsequenz ist nicht der Verzicht auf Reputationsmechanismen, sondern deren gezielte Unterstützung durch das Recht. Reputation baut auf Beobachtungen, also auf Informationen auf. Wer die Funktion von Reputationsmechanismen optimieren und sie vor Manipulation schützen will, hat deshalb bei der Information anzusetzen: Das ist das zentrale Argument für den weiteren Ausbau der Unternehmenspublizität.

Wie steht es nun per Saldo mit der Freiheit in der Corporate Governance? Das Recht lässt der Unternehmensleitung beträchtliche Freiräume – ganz frei aber wird sich angesichts des laufenden Schielens auf die Reputation kein Verwaltungsrat oder Geschäftsleitungsmitglied mehr fühlen. Der Ruf als Fessel? Wilhelm Busch hat das in der Negation treffend gesagt: „*Ist der Ruf erst ruiniert, so lebt sich's gänzlich ungeniert*“.⁴⁴ Aber so weit wollen wir es denn doch nicht kommen lassen.

⁴⁴ Ob dieser Aphorismus tatsächlich von *Wilhelm Busch* stammt, ist unklar.