

1.1.1 Vorvertragliche Informationsasymmetrie und Adverse Selection

Die vorvertragliche Informationsasymmetrie bezieht sich auf die Unsicherheit hinsichtlich der Qualität des Vertragsgegenstands („Hidden Information“) oder der Eigenschaften des Vertragspartners („Hidden Characteristics“). Potenzielle Aktionäre werden bei ihrer Überlegung, ob sie dem Manager Beteiligungskapital zur Durchführung eines Investitionsprojekts zur Verfügung stellen, eine durchschnittliche Qualität des Unternehmens zugrunde legen und konsequenterweise nur bereit sein, einen durchschnittlichen Preis für die Beteiligungstitel zu bezahlen. Dieser Preis ist aber für „gute“, überdurchschnittliche Unternehmen unattraktiv, so daß sie den gepoolten Markt verlassen werden. Dadurch reduziert sich wiederum der Durchschnittspreis, und der beschriebene Effekt wiederholt sich. Ein solcher Prozeß der negativen Auslese („Adverse Selection“) kann - soweit die Informationsasymmetrie nicht abgebaut wird, beispielsweise infolge des Einsatzes eines Aufsichtsrats - zu einem Marktzusammenbruch führen, so daß nur noch die schlechteste Qualitätsklasse am Markt verbleibt.¹²⁸ In der Konsequenz unterbleiben vorteilhafte Transaktionen, die bei Informationsasymmetrie durchgeführt würden.

Auswege aus dem Dilemma stellen die theoretischen Konzeptionen des Screening und des Signalling dar. Beim Screening geht die Initiative vom schlechter informierten Prinzipal aus.¹²⁹ Er bietet seinem potentiellen Vertragspartner verschiedene Verträge an, von denen dieser einen auswählt. Dadurch werden zusätzliche Informationsträger, die zu einer Reduzierung oder Beseitigung der Qualitätsunsicherheit führen.¹³⁰ Beim Signalling geht die Initiative vom besser informierten aus. Der Manager eines „guten“ Unternehmens versucht, durch ein Signal seine (hohe) Qualität gegenüber dem Markt anzuzeigen.¹³¹ Zu unterscheiden sind kostenloses und kostenverursachendes Signalling. Bei Finanzierungsmaßnahmen beispielsweise

¹²⁸ Dieses „Lemon“-Problem wird von Akerlof (1970) am Beispiel des Gebrauchtwagenmarkts und von Spence (1973) am Beispiel des Arbeitsmarkts erörtert.

¹²⁹ Die Initiative kann auch stellvertretend für den Prinzipal von dem Gesetzgeber ausgehen. Daher wird in diesem Zusammenhang auch von „Self-Selection“ gesprochen. Die Verfahrensweise ist vor allem beim Abschluß von Versicherungsverträgen üblich; vgl. beispielsweise Rotfisch/Suglitz (1976).

¹³⁰ Eine kausale Beziehung zwischen dem Signal und dem relevanten Tatbestand ist dabei nicht erforderlich. Es genügt bereits ein statistischer Zusammenhang; vgl. Hartmann-Wendels (1986), S. 85.

KAPITEL III

Theoretische Ansätze in der Literatur zur Funktion des Aufsichtsrats in Publikumsaktiengesellschaften

1 Vorbemerkungen: Vertragsgestaltung bei Informationsasymmetrie

1.1 Formen asymmetrischer Information und Lösungskonzeptionen für die resultierenden Agency-Probleme

Das Zustandekommen von Verträgen wird durch eine ungleiche Informationsverteilung zwischen den Vertragspartnern erschwert, wenn opportunistisches Verhalten in Betracht gezogen wird.¹²⁵ Der Prinzipal, der im Rahmen der allgemeinen Ausföhrungen in Gliederungspunkt 1 stellvertretend für die Gesamtheit der Aktionäre steht, muß damit rechnen, aufgrund seines Informationsnachteils von dem Agenten, dem Manager also, übervorteilt zu werden. In Anlehnung an Arrow¹²⁶ kann zwischen den beiden nachfolgend beschriebenen Formen asymmetrischer Information unterschieden werden.¹²⁷

¹²⁵ Vgl. zu der Vermutung opportunistischen Verhaltens Franke/Flax (1999), S. 411 f.
¹²⁶ Vgl. Arrow (1985), S. 38-42.

¹²⁷ Beide Formen der Informationsasymmetrie sowie die sich daraus ergebenden Konsequenzen können auch kombiniert auftreten; vgl. z. B. Theilen (1996), S. 34-58.

erhält der Markt zusätzliche kostenlose Informationen über den tatsächlichen („internen“) Unternehmenswert.¹³² Ihre Glaubwürdigkeit gewinnen solche Signale dadurch, daß sie bei falscher Aussendung zu Marktreaktionen führen, die für den Signalgeber nachteilig sind.¹³³ Das in Kapitel IV.2 behandelte Grundmodell, bei dem die Ankündigung einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen eine (allerdings negative) Signalwirkung besitzt, läßt sich dem kostenlosen Signalling zuordnen.¹³⁴ Ein unmittelbar mit Kosten verbundenes Signal gilt dann als glaubwürdig, wenn sich der „gute“ Manager durch wahrheitsgemäßes Signalisieren besser stellt als durch Aussenden falscher Signale. Darüber hinaus darf sich die Nachahmung des Signals für einen „schlechten“ Manager nicht lohnen.¹³⁵ In Kapitel IV.2.3 wird ein der Kategorie des kostenverursachenden Signalling zuzurechnendes Modell entwickelt. Dabei dienen die im Zusammenhang mit dem Einsatz des Aufsichtsrats verbundenen Überwachungskosten als Signal, deren Höhe positiv mit seiner Reputation korreliert ist.

1.1.2 Nachvertragliche Informationsasymmetrie und Moral Hazard

Die nachvertragliche Informationsasymmetrie bezieht sich auf die Unsicherheit hinsichtlich des für den Prinzipal nicht beobachtbaren Verhaltens des Agenten („Hidden Action“).¹³⁶ Das auch als „Moral Hazard“ bezeichnete Risiko für den am Gewinn

¹³² Derartige Signale können bewußt oder unbewußt gesendet werden. Bei Finanzierungsmaßnahmen kann nicht in jedem Fall davon ausgegangen werden, daß der Manager auf diesem Wege Informationen übertragen will. Die rational handelnden Marktteilnehmer werden allerdings solchen Maßnahmen Informationen entnehmen: vgl. beispielsweise zur Signalwirkung des Verschuldungsgrads Franke (1987), S. 809 ff.

¹³³ Vgl. Franke/Hax (1999), S. 414.

¹³⁴ Aufgrund der negativen Signalwirkung ist diese Einordnung ungewohnt. Dennoch soll daran festgehalten werden, da es sich um ein im obigen Sinne kostenloses Signal in Verbindung mit einer Finanzierungsmaßnahme handelt.

¹³⁵ Vgl. allgemein zu den Bedingungen für die Glaubwürdigkeit von Signalen z. B. Hartmann-Wendels (1990), S. 232 f.

¹³⁶ Zur Vollständigkeit sei auch auf die Unsicherheit hinsichtlich der Absichten des Agenten nach Vertragsabschluss hingewiesen („Hidden Intention“). Dabei wird davon ausgegangen, daß der Prinzipal eine spezifische Investition in ein Unternehmen tätigt und dem Agenten aufgrund dieses „Locked-in“-Effekts bei Existenz eines unvollständigen Vertrags ausgeliefert ist. Der Prinzipal läuft dann Gefahr, ausgebeutet zu werden („Hold-up“). Diese Form der Informationsasymmetrie ist aber nicht Bestandteil der Systematik von Arrow; vgl. Spremann (1990), S. 568-570, sowie zum „Locked-in“-Effekt Hart (1988), S. 121.

beteiligten Prinzipal besteht darin, daß er mit gewinnschmälernden Dispositionen des Agenten rechnen muß, die für diesen mit persönlichen Vorteilen verbunden sind. Darunter läßt sich der Konsum von „Perquisites“ subsumieren: Der Agent setzt Unternehmensmittel ein, um sich persönliche Annehmlichkeiten zu verschaffen, beispielsweise durch die Inanspruchnahme von Dienstleistungen des Unternehmens für private Zwecke oder durch aufwendige Geschäftsreisen. Praktisch bedeutender sind solche Maßnahmen, die dem „Empire-Building“-Interesse des Agenten zuträglich sind. Beispielsweise kann der Agent zum Aufbau und Erhalt seiner Machtposition und seines Prestiges Mittel des Unternehmens für in der Öffentlichkeit als förderungswürdig angesehene Zwecke verwenden, um dafür Anerkennung zu erhalten.¹³⁷ Dem gleichen Zweck dient die Begünstigung Dritter, die zur Entstehung regelrechter Machtkartelle führen kann. Grundsätzlich denkbar, wenn auch nicht typisch, ist weiterhin die Durchführung von Geschäften, die gegen das Strafgesetzbuch verstoßen, zum Beispiel die Spekulation mit Unternehmensmitteln, die sich der Agent bei gutem Ausgang selber, andernfalls aber dem Unternehmen zurechnet.

In Prinzipal-Agenten-Modellen werden die gewinnschmälernden Dispositionen des Agenten häufig durch das „Shirking“-Problem erfaßt: Für den Agenten besteht der Anreiz zur Wahl eines niedrigen Anstrengungsniveaus, da der resultierende Freizeitkonsum ihm alleine zugute kommt, die damit einhergehende Gewinneinbuße hingegen ganz oder teilweise von dem Prinzipal getragen wird.¹³⁸ Das „Shirking“-Problem ist für eine theoretische Analyse besonders geeignet, da sich das opportunistische Verhalten des Agenten lediglich in einer Variablen - seinem gewählten Anstrengungsniveau nämlich - widerspiegelt.

Moral Hazard-Probleme bestünden nicht, wenn der Prinzipal den Agenten von vornherein auf eine bestimmte Verhaltensweise verpflichten könnte. Das würde aber voraussetzen, daß für den Prinzipal ex post beobachtbar und verifizierbar ist,

¹³⁷ Vorsicht! ist insbesondere ein Engagement für soziale, kulturelle und wissenschaftliche Belange; vgl. auch Franke/Hax (1999), S. 420.

¹³⁸ Die beschriebenen Fehlansätze entfallen bei einer alleinigen Gewinnbeteiligung des Agenten, also bei reiner Kreditfinanzierung. Dann ergeben sich jedoch andere Fehlansätze, die nicht Gegenstand dieser Arbeit sind. Vgl. zu den Fehlansätzen der Beteiligungs- und Kreditfinanzierung Franke/Hax (1999), S. 419 ff.

inwieweit ein bestimmtes Ergebnis auf das Verhalten des Agenten zurückgeführt werden kann. Das Ergebnis unterliegt jedoch regelmäßig auch nicht separat beobachtbaren Zufallseinflüssen, so daß beispielsweise nicht mehr ohne weiteres erkennbar ist, ob ein gutes Ergebnis in dem Verhalten des Agenten oder in einem günstigen Umwelteinfluß begründet liegt.

Eine erste Möglichkeit, diesem Problem zu begegnen, besteht in der Implementierung geeigneter Anreizsysteme, durch die die Interessen von Prinzipal und Agent zumindest teilweise harmonisiert werden. Das kann durch eine gewinnabhängige Entlohnung des Agenten erreicht werden, der damit gleichzeitig auch Risiko übernimmt. Ein effizienter Vertrag,¹³⁹ dessen Abschluß im Interesse aller Vertragspartner ist,¹⁴⁰ hat also sowohl dem Aspekt der Anreizwirkung als auch dem der Risikoteilung Rechnung zu tragen. In dem in Kapitel V.1 behandelten LEN-Modell werden diese Überlegungen formalisiert und effiziente Verträge hergeleitet.

Eine zweite Möglichkeit zur Lösung des Moral Hazard-Problems besteht in der Milderung der Informationsasymmetrie durch den Einsatz geeigneter Informations- und Überwachungssysteme, beispielsweise des Aufsichtsrats. In Kapitel V.2 wird anhand der dem Aufsichtsrat zur Verfügung stehenden Überwachungstechnologien unterschiedlichen Präzisionsgrads überprüft, ob und unter welchen Bedingungen unter Verträgen in dem Sinne formuliert werden können, daß ein engerer Zusammenhang zwischen dem Anstrengungsniveau des Agenten und dem realisierten Gewinn hergestellt wird. Dabei wird zunächst von einem nicht opportunistisch handelnden Aufsichtsrat ausgegangen. Die Einbeziehung opportunistischen Verhaltens wirft neue Probleme auf, die im folgenden Gliederungspunkt skizziert und in Kapitel V.3 ausführlicher behandelt werden sollen.

¹³⁹ Ein Vertrag ist dann effizient, wenn es keinen anderen Vertrag gibt, der mindestens einen Vertragspartner besserstellt ohne gleichzeitig einen anderen Beteiligten schlechter zu stellen. In dieser Definition wird also das Pareto-Kriterium auf das Vertragsgestaltungsproblem angewendet, vgl. Franke/Hax (1999), S. 416.

¹⁴⁰ Andernfalls bestünde die Gefahr, daß ein Vertragsabschluß unterbleibt, vgl. Hax (1998), S. 204.

1 Doppelstufige Agency-Beziehungen

Die Annahme, daß der Aufsichtsrat automatisch die Aktionärsinteressen verfolgt, ist nicht ohne weiteres haltbar. Es ist nicht auszuschließen, daß auch er eigennützig handelt und bestrebt ist, seinen Nutzen zu maximieren.¹⁴¹ Modelltheoretisch tritt er dann als weiterer Agent in Erscheinung, so daß eine doppelstufige Agency-Beziehung entsteht.¹⁴² Anders als in üblichen Modellen mit zwei oder mehreren Agenten¹⁴³ steht sich der Prinzipal hier zwei Agenten gegenüber, die hintereinander geschaltet sind. Der eine Agent ist für die Unternehmensführung, insbesondere die Auswahl und die Durchführung von Investitionsprojekten zuständig - er arbeitet also im weitesten Sinne produktiv. Der andere Agent hat einen Überwachungsauftrag (unter Umständen in Verbindung mit einem Beratungsauftrag); er soll die Umweltunsicherheit reduzieren und damit dem Prinzipal genauere Rückschlüsse auf das Verhalten des „produktiven“ Agenten ermöglichen. Aus Gründen der sprachlichen Vereinfachung soll der überwachende Agent im Rahmen der allgemeinen Ausführungen als Überwachungsträger bezeichnet werden.¹⁴⁴ Typischerweise tritt er dem Prinzipal gegenüber als Agent auf, hat aber gleichzeitig für den „produktiven“ Agenten die Stellung eines Prinzipals inne.

Opportunistisches Verhalten des Überwachungsträgers kann in vielfältiger Form auftreten. Er kann seine Überwachungsmaßnahmen „nicht ordnungsmäßig“, beispielsweise mit einem zu geringen Arbeitseinsatz ohne die erforderliche Sorgfalt durchführen, um sein Arbeitsleid möglichst niedrig zu halten, oder illegale Privatschäfte tätigen, zum Beispiel durch Ausnutzen von Insiderinformationen.¹⁴⁵ Eine

¹⁴¹ Vgl. beispielsweise Ballwieser (1987), S. 329.

¹⁴² Vgl. allgemein zu mehrstufigen Agency-Beziehungen auch Petersen (1989), S. 136-138, sowie die dort angegebene Literatur.

¹⁴³ Solche Modelle würden beispielsweise zur relativen Leistungsbewertung - vgl. zu einem Überblick Winter (1996) - und zur Teamproduktion - vgl. vor allem Alchian/Demsetz (1972) und Holmström (1982) - vorgestellt.

¹⁴⁴ Bei der Entwicklung der Modelle werden zur Veranschaulichung die allgemeinen Bezeichnungen durch die konkreten Organe deutscher Publikumsaktiengesellschaften ersetzt.

¹⁴⁵ Noel (1981) zeigt in seinem Modell, daß eine Prüfung nur dann für den Prinzipal nützlich ist, wenn er die Möglichkeit besitzt, falsche Berichte zu identifizieren und den Absender zu sanktionieren. In dem Modell von Baiman/Evans III/Noel (1987) wird ein Prüfer nur dann bestellt, wenn er zu einer perfekten Prüfung motiviert werden kann. In beiden

umfassendere Möglichkeit zur Berücksichtigung opportunistischen Verhaltens des Überwachungssträgers im Modell besteht darin, eine Koalitionsbildung¹⁴⁶ von diesem und dem Agenten in Betracht zu ziehen. Bei dieser Vorgehensweise, der im Rahmen der vorliegenden Arbeit gefolgt wird, sind auch die eingangs genannten Verhaltensweisen nicht ausgeschlossen. Innerhalb der Koalition können beispielsweise Informationen, die dem Prinzipal in Form eines Berichts über das Ergebnis der Überwachungsmaßnahmen zur Verfügung zu stellen sind, manipuliert werden. Grundsätzlich sind natürlich auch Koalitionen von Prinzipal und Agent oder Prinzipal und Überwachungssträger denkbar. Vor dem Hintergrund des Untersuchungsziels dieser Arbeit soll jedoch die Koalition der besser informierten Parteien - Überwachungssträger und Agent - im Mittelpunkt stehen. Nur in diesem Fall besteht die Gefahr der Manipulation von Informationen durch die Koalition zum Nachteil des Prinzipals.¹⁴⁷

Koalitionen entstehen, wenn sie für beide Partner¹⁴⁸ nutzbringend sind. Das kann durch eine einseitige Begünstigung geschehen, bei der infolge der Koalitionsbildung unmittelbar nur ein Koalitionspartner besser gestellt wird, der dann gegenüber dem anderen eine Ausgleichsleistung erbringt. Genauso denkbar ist eine aufgeteilte Begünstigung, bei der beide Parteien unmittelbar von der Koalitionsbildung profitieren.¹⁴⁹

Koalitionen gehen stets mit monetären und/oder nichtmonetären (Seiten-) Transfers, also Gefälligkeitsdiensten jeglicher Art, zwischen den Koalitionspartnern einher, die der dritten Partei verborgen bleiben und auch als Hidden Transfers bezeichnet

Modellen können unter sehr speziellen Annahmen optimale Verträge formuliert werden, die eine wahrheitsgemäße Berichterstattung des Überwachungssträgers induzieren. Zunächst wird auch synonym der Begriff „Kollusion“ verwendet, vgl. aber zu einer genaueren Begriffsklärung Kapitel V.3.3.2.1.

¹⁴⁶ Vgl. auch Tirole (1986), S. 198, der in diesem Zusammenhang von einer Koalitionsbildung „at the organization's nexus of informed parties“ (Hervorhebung im Original) spricht, sowie Petersen (1989), S. 142.

¹⁴⁷ Hier sei der Fall ausgeblendet, daß mehr als zwei Agenten in Erscheinung treten und so den die in Gliederungspunkt 1.3 skizzierten Modellüberlegungen von Kofman/Lawarrée (1993) und (1996).

¹⁴⁸ Vgl. Tirole (1986), S. 184.

werden.¹⁵⁰ Das Problem der Hidden Transfers ist eine Eigenart mehrstufiger Agency-Beziehungen, wie sie in den einstufigen Agency-Modellen nicht auftritt.

1.3 Systematisierung theoretischer Ansätze und weitere Vorgehensweise

Die bislang in der Literatur vorgestellten theoretischen Ansätze, in denen ein dem Aufsichtsrat vergleichbarer Überwachungsmechanismus behandelt wird, lassen sich wie folgt systematisieren.¹⁵¹

1. Modelle mit Fokus auf der Koalitionsbildung von Agent und Überwachungssträger („Koalitionsbezogene Ansätze“);
2. Modelle mit Fokus auf der Bedeutung des Überwachungssträgers für finanzwirtschaftliche Entscheidungen im Unternehmen („Finanzwirtschaftliche Ansätze“);
3. Modelle mit Fokus auf der Kompetenz des Überwachungssträgers zur Entlassung des Agenten („Personalwirtschaftliche Ansätze“).

Im Gegensatz zu der zweiten und dritten Kategorie existieren bereits zahlreiche „Koalitionsbezogene Ansätze“. Erste Überlegungen hierzu stammen von Antle (1981, 1982), der in einem spieltheoretischen Kontext auf die Notwendigkeit hinweist, potentiellen Koalitionen von Überwachungssträger und Agent mit der Formulierung geeigneter Nebenbedingungen zu begegnen;¹⁵² allerdings bezieht er die Nebenbedingungen nicht in seinen Optimierungskalkül ein. Baiman/Evans III/Nagarajan (1991)

¹⁵⁰ Man spricht in einem solchen Fall, in dem der Haupt- und der Seitenvertrag nicht gleichzeitig und nicht ausschließlich auf Basis allgemein zugänglicher Informationen abgeschlossen werden, von einem verdeckten Vertragssystem, vgl. Tirole (1986), S. 192, sowie die Definition 3.4 bei Petersen (1989), S. 165.

¹⁵¹ Die Zuordnung der theoretischen Ansätze zu einer der Kategorien ist nicht immer unproblematisch, insbesondere wenn sehr unterschiedliche Aspekte gleichzeitig in ein Modell einfließen. Beispielsweise kann im Zusammenhang mit finanzwirtschaftlichen Entscheidungen das Problem der Koalitionsbildung auftreten. Die der Klarstellung dienende Systematisierung wird aber damit gerechtfertigt, daß jeweils auf das wesentliche Untersuchungsziel abgestellt wird.

¹⁵² Vgl. Antle (1981), S. 53, und Antle (1982), S. 521.

zeigen in ihrem Modell, wie sich eine mögliche Koalitionsbildung auf die Anreizverträge von Überwachungssträger und Agent auswirkt. Ein Zug der Natur entscheidet jedoch darüber, ob eine Koalitionsbildung zustande kommt, die Anreize dazu werden nicht explizit modelliert.¹⁵³ In dem Modell von Kofman/Lawarée (1993) wird der Einsatz eines externen Überwachungssträgers untersucht, wenn für den internen Überwachungssträger die Möglichkeit zur Kollusion mit dem Manager besteht.¹⁵⁴ Es erweist sich dort als optimal, wenn der externe Überwachungssträger zufällig überprüft, ob die dem Prinzipal gelieferten Informationen manipuliert wurden. Das Modell krankt aber an der Annahme, daß der externe Überwachungssträger stets integer ist. In einem neueren Ansatz¹⁵⁵ heben die Autoren die Prämisse auf. Sie zeigen, welchen Anforderungen die von dem Prinzipal zu gewährenden Belohnungen und zu verhängenden Strafen genügen müssen, damit der zweite Überwachungssträger die von dem Prinzipal dem Agenten zugestandene Informationsrente¹⁵⁶ aufdeckt.¹⁵⁷ Es wird unterschieden zwischen dem simultanen Einsatz der Überwachungssträger, bei dem sich ein Gefangenendilemma¹⁵⁸ ergibt, und ihrem sequentiellen Einsatz. In letzterem Fall gelingt es nur dann, Kollusionen auszuschalten, wenn der zweite Überwachungssträger nicht mit Sicherheit über seine Position informiert wird.¹⁵⁹ Problematisch an dem Modell sind jedoch die Annahmen: insbesondere die Fähigkeit der Überwachungssträger, die Informationsrente unverzerrt zu identifizieren, die beliebige Austauschbarkeit der Überwachungssträger und der Ausschluß jeglicher Kommunikation untereinander.

¹⁵³ Vgl. Bajman/Evans III/Nagarajan (1991), S. 9 f.
¹⁵⁴ Vgl. Kofman/Lawarée (1993) sowie zu einer Modellvariante, bei der die Parameter „Prüfungsgenauigkeit“ und „Prüfungskosten“ endogenisiert werden Dittmann (1997).

¹⁵⁵ Vgl. Kofman/Lawarée (1996).
¹⁵⁶ Die Informationsrente muß der Prinzipal bei Gestaltung eines optimalen Vertrags (ohne wenn Qualitätsunsicherheit hinsichtlich des „Agententyps“ besteht; vgl. Baron/Myerson (1982)).

¹⁵⁷ Der unterstellte Mechanismus ist prinzipiell mit der Idee einer wechselseitigen Überwachung zweier Agenten vergleichbar, wie sie von Varian (1990) vorgestellt wurde.

¹⁵⁸ Vgl. Kofman/Lawarée (1996), S. 122 f., sowie allgemein zum Gefangenendilemma bei spielsweise Kreps (1990), S. 503 f.
¹⁵⁹ Vgl. Kofman/Lawarée (1996), S. 130 ff.

Demgegenüber hat sich vor allem der Ansatz von Tirole (1986) als fruchtbar erwiesen.¹⁶⁰ Tirole zeigt erstmals für monetäre Transfers, welche Eigenschaften ein koalitionsstärkerer Vertrag besitzt, wenn der Prinzipal die Anreize zur Koalitionsbildung antizipiert und sie bei der Vertragsgestaltung durch entsprechende Anreizkompatibilitätsbedingungen in seinem Optimierungskalkül berücksichtigt. In Gliederungspunkt 2 wird das gegenüber einer Koalitionsbildung resistente, gewissermaßen von dem Prinzipal als Präventivmaßnahme installierbare Anreizsystem unter Einbeziehung verwandter Literatur ausführlich dargestellt. Anschließend werden seine Grenzen aufgezeigt, die wichtige Ansatzpunkte für das in Kapitel V.3 entwickelte Modell liefern.¹⁶¹ Dort wird sich zeigen, daß ein koalitionsstärkerer Vertrag nicht notwendigerweise optimal ist, weil dadurch auch eine aus Sicht des Prinzipals wünschenswerte Zusammenarbeit von Überwachungssträger und Agent unterbunden wird.

Die in der Tradition von Tirole entwickelten Modelle berücksichtigen die Besonderheiten der Institution „Aufsichtsrat“ nicht hinreichend, so daß ihr Aussagegehalt bezüglich seiner Funktionsweise und seiner Effizienz begrenzt ist. Theoretische Untersuchungen zu diesem Problembereich sind rar und wurden erst in jüngster Zeit - vorwiegend für das amerikanische Board-System - entwickelt.

In Gliederungspunkt 3 werden die „*Finanzwirtschaftlichen Ansätze*“ von Maug (1997) und Nippel (1999) vorgestellt und die Bedingungen skizziert, unter denen der Einsatz des Aufsichtsrats effizient ist, wenn finanzwirtschaftliche Entscheidungen im Unternehmen zu treffen sind. Den entscheidenden Mangel des Maug-Modells stellt die Annahme eines unabhängigen Aufsichtsrats dar, der nie wider die Interessen der

¹⁶⁰ Zu beachten ist aber auch der Beitrag von Green/Laffont (1979), in dem - allerdings ohne Modellierung eines Überwachungssträgers - gezeigt wird, wie ein Anreizsystem gestaltet sein muß, damit der dabei verwendete Groves-Mechanismus bei Koalitionsbildungen der Agenten funktionsfähig bleibt. Zum Groves-Mechanismus, dessen wesentliche Eigenschaft die Implementierung einer wahrheitsgemäßen Berichterstattung als Gleichgewicht in dominanten Strategien ist, vgl. Groves (1973) und Pfaff/Leuz (1995), sowie zu seiner Robustheit gegenüber Absprachen der Koalitionspartner Budde/Göx/Luhmer (1998).

¹⁶¹ Auf einen wesentlichen Unterschied beider Modelle sei bereits an dieser Stelle hingewiesen. Tirole geht davon aus, daß der Überwachungssträger für den Prinzipal einen Bericht verfälscht, auf dessen Basis letzterer die Entlohnung beider Agenten vornimmt. In Kapitel V.3 besteht eine solche Berichtspflicht nicht. Der Überwachungssträger wird von dem Prinzipal entlohnt und ist seinerseits zuständig für die Entlohnung des Agenten.

Aktionäre handelt. Nippel beschränkt sich in seiner Untersuchung auf die Bedeutung des Aufsichtsrats für Investitionsentscheidungen, während die korrespondierenden Finanzierungsmaßnahmen nicht erörtert werden. Beiden Aspekten wird in dem in Kapitel IV entwickelten Signalling-Modell Rechnung getragen: Der unter Umständen opportunistisch handelnde Aufsichtsrat kann durch seine Zustimmungseinscheidung Einfluß sowohl auf die Finanzierungs- als auch die Investitionspolitik des Managers nehmen.

Abschließend werden - wegen ihrer fehlenden Relevanz für den weiteren Gang dieser Arbeit jedoch nur kurz - die „*Personalwirtschaftlichen Ansätze*“ behandelt. Die Übertragung der für amerikanische Boards angestellten Modellüberlegungen auf den Aufsichtsrat ist wegen der bestehenden Unterschiede der Überwachungsorgane auf den ohne weiteres möglich.¹⁶³ Hermalin/Weisbach (1998) unterstellen in ihrem Modell, daß der Board mit dem Chief Executive Officer (CEO) über dessen Entlohnung sowie die Neubesetzung von Direktorenposten verhandelt. In Abhängigkeit von der Verhandlungsmacht des CEO wird dadurch der Grad der Unabhängigkeit des Board determiniert. Dieser ist dann bedeutend, wenn Überwachungsmaßnahmen durchgeführt werden, auf deren Basis über eine mögliche Entlassung des CEO entschieden wird. Es zeigt sich, daß die Entlassungswahrscheinlichkeit für den CEO unterschieden ungünstigen Unternehmensentwicklung zunimmt, weil der CEO bei einer Verhandlungsmacht verfügt als bei einer günstigen Unternehmensentwicklung. Die Zunahme erfolgt um so stärker, je unabhängiger der Board ist. Darüber hinaus erhöht sich auch die Wahrscheinlichkeit dafür, daß nach einer ungünstigen Unternehmensentwicklung unabhängige Outside-Directors in den Board berufen werden. Auch bei Warther (1998) steht die Personalkompetenz des Board gegenüber dem CEO sowie der Einfluß des CEO auf die Besetzung des Board im Vordergrund. Der Nutzen der einzelnen Boardmitglieder, die im Rahmen ihrer Tätigkeit Informationen über die Qualität des CEO erhalten, ist einerseits vom Unternehmenswert abhängig,

¹⁶³ Insbesondere gehören dem Aufsichtsrat - anders als dem Board - auch Arbeitnehmer-treter an, hingegen keine aktuellen Vorstandsmitglieder des betreffenden Unternehmens. Daneben verfügen die (kreditgebenden) Banken bei der Besetzung von Aufsichtsratsposten über ein erhebliches Einflüßpotential. Vgl. auch John/Senbet (1998), S. 374, sowie zu den Unterschieden von Board und Aufsichtsrat die Ausführungen in Kapitel II.5.4.

andererseits aber auch von der Beibehaltung ihres jeweiligen Mandats.¹⁶³ Aufgrund der Macht des CEO, bei einer gescheiterten Absetzung die gegen ihn votierenden Direktoren zu entlassen, verhält sich der Board häufig passiv.¹⁶⁴ Die Bereitschaft der Boardmitglieder, für eine Entlassung des CEO zu stimmen, ändert sich hingegen, wenn die Information über die (schlechte) Qualität des CEO ein kritisches Niveau erreicht. Darüber hinaus wird gezeigt, daß neben einer an Unternehmenswert orientierten Vergütung für Boardmitglieder auch eine Belohnung für solche, die vom CEO entlassen wurden, sowie die Bündelung von Informationen durch ein Boardmitglied zu Effizienzvorteilen führen. Im Modell von Hirshleifer/Thakor (1994) dienen schließlich Überwachdrohungen dem annahmegemäß im Aktionärsinteresse handelnden Board als Informationsquelle hinsichtlich der (niedrigen) Managerqualität, so daß auch bei gescheiterten Übernahmen eine Entlassung des CEO erfolgen kann. Das setzt aber einen funktionsfähigen Markt für Unternehmenskontrolle sowie einen stets aufmerksamen Board voraus.

2 Die Gestaltung eines koalitionsstärkeren Vertrags bei Einschaltung des Aufsichtsrats - Das Modell von Tirole (1986)

2.1 Annahmen und Ausgangssituation

Den Ausgangspunkt der Betrachtung bildet ein linearer, aber aufgrund eines Störterms nicht deterministischer Zusammenhang zwischen dem für die (risikoneutralen) Aktionäre nicht beobachtbaren Arbeitseinsatz des (risikoaversen) Managers und dem allgemein beobachtbaren Gewinn: $x = a + \tilde{\epsilon}$.¹⁶⁵ Die Ausprägung des positiven und damit stets gewinn erhöhenden Störterms kann günstig oder ungünstig sein.¹⁶⁶ Dem Manager entsteht im Rahmen seiner Tätigkeit ein (als monetäres Äquivalent

¹⁶³ Die Boardmitglieder verfolgen also nicht automatisch die Aktionärsinteressen.

¹⁶⁴ Vgl. auch Noe/Rebello (1997), S. 2, die zeigen, daß selbst bei Passivität der über ein Veto-Recht verfügenden Outside Directors der CEO von Überinvestitionen abgehalten werden kann. Das Modell ist aber den „Finanzwirtschaftlichen Ansätzen“ zuzuordnen; vgl. auch die Hinweise in Gliederungspunkt 3.2.

¹⁶⁵ Dieser Zusammenhang entspricht Beziehung (2.1) im LEN-Modell; vgl. Kapitel V.1. Die Beschränkung auf einen positiven Störterm gilt nur für das Modell von Tirole; vgl. Tirole (1986), S. 188. Im LEN-Modell ist der Wertebereich für $\tilde{\epsilon}$ nicht beschränkt.