

Veröffentlicht in

Heyd, Reinhard / Beyer, Michael (Hrsg.): Die Prinzipal-Agenten-  
Theorie in der Finanzwirtschaft – Analysen und  
Anwendungsmöglichkeiten in der Praxis

2011

„Kritische Analyse von Entscheidungsvorlagen –  
Ein praxisorientierter Ansatz zur Reduzierung der  
Informationsasymmetrie zwischen Vorstand und Aufsichtsrat“

S. 243 – 257

Mit freundlicher Genehmigung des  
ESV Verlags, Berlin

([www.esv.info](http://www.esv.info))

WERNER GLEIBNER

Kritische Analyse von  
Entscheidungsvorlagen  
– Ein praxisorientierter Ansatz  
zur Reduzierung  
der Informationsasymmetrie  
zwischen Vorstand und Aufsichtsrat

<b>1</b>	<b>Unternehmerische Entscheidungen: Rechtlicher Rahmen</b>	245
<b>2</b>	<b>Kritischen Prüfung von Entscheidungsvorlagen und Gutachten: Elf Fragen und Empfehlungen</b>	246
<b>3</b>	<b>Fallbeispiel: Die Zustimmung des Aufsichtsrats zu einem Investitionsprojekt</b>	252
<b>4</b>	<b>Fazit</b>	255
	<b>Anhang: Checkliste – Bewertung einer Entscheidungsvorlage</b>	256
	<b>Literaturhinweise</b>	257

## 1 Unternehmerische Entscheidungen: Rechtlicher Rahmen

Mit dem Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Aufsichtsrechts (UMAG) führt der Gesetzgeber am 01.11.2005 erstmals ein Haftungsprivileg ein, um zu vermeiden, dass unternehmerische Entscheidungsfreiheit durch unabwägbar Haftungsrisiken beschränkt wird. Die aus dem § 93 Absatz 1 Satz 1 Aktiengesetz abgeleitete „Business Judgement Rule“, regelt schadensersatzträgliche Pflichtversetzungen des Vorstands oder Aufsichtsrats (siehe auch § 116 Aktiengesetz). Grundsätzlich liegt eine derartige Pflichtverletzung von Vorstand oder Aufsichtsrat dann nicht vor, wenn das Organ *„bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftiger Weise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln“*.<sup>1</sup>

Voraussetzung für die Anwendung der „Business Judgement Rule“ ist, dass überhaupt eine unternehmerische Entscheidung vorliegt – also ein bewusster, zielgerichteter Entschluss, zu handeln oder nicht zu handeln; Inaktivität als Pflichtversäumnis ist keine Entscheidung und somit nicht mit Bezug auf § 93 Absatz 1 Satz 2 Aktiengesetz zu rechtfertigen. Das Haftungsprivileg dieses Paragraphen für wirtschaftliche Fehlschläge ist nur anzuwenden, wenn die Entscheidung ordnungsgemäß vorbereitet war. Und dies ist nur anzunehmen, wenn zu vermuten ist, dass der Informationsstand des Geschäftswertes auf einer Informationsgrundlage basiert, die das Ergebnis einer situationsgerechten Abwägung von erwarteten Ergebnis- und erwarteten Informationskosten ist und daher als angemessen gelten darf. Graumann, Linderhaus und Grundei (2010) führen dazu ergänzend aus<sup>2</sup>:

*„Eine inhaltliche Ausführung ist vom erwarteten Risiko der unternehmerischen Entscheidung abhängig: Je höher das Risiko ist, desto umfangreicher sollte die informationelle Fundierung dieser Entscheidung sein“*.<sup>3</sup>

Von besonderer Bedeutung sind also unternehmerische Entscheidungen für den Erfolg des Unternehmens sowie möglicherweise bestehende Haftungsrisiken des Vorstands – aber auch des Aufsichtsrats (siehe § 116 Aktiengesetz).

In diesem Artikel wird diskutiert, auf welcher Informationsgrundlage und auch bezüglich welcher Methodik Entscheidungen adäquat vorbereitet werden müssen. Wie schon in dieser Einleitung offensichtlich wird, ist dabei der adäquaten Betrachtung der Risiken, die mit der Entscheidung verbunden sind, in besonderer Weise Rechnung zu tragen.

In Abschnitt 3 des Beitrags wird die Anwendung der hier erläuterten Methodik an einem stark vereinfachten Beispiel aufgezeigt. Hier wird unterstellt, dass im

---

<sup>1</sup> Vgl. Graumann/Linderhaus/Grundeil (2010), S. 328.

<sup>2</sup> Vgl. Graumann/Linderhaus/Grundeil (2010), S. 329.

<sup>3</sup> Mit Bezug auf Hopt/Roth (2006), S. 1–36.

Rahmen der zustimmungspflichtigen Geschäfte der Vorstand den Aufsichtsrat über eine geplante Großinvestition rudimentär informiert und der Aufsichtsrat zum Abbau von Informationsasymmetrien gezielt erforderliche Zusatzinformationen anfordert.

## **2 Kritischen Prüfung von Entscheidungsvorlagen und Gutachten: Elf Fragen und Empfehlungen**

Neben zufälligen, gegebenenfalls exogenen Einflüssen wird der Erfolg eines Unternehmens im Wesentlichen durch die Qualität der Topmanagemententscheidungen, also der Entscheidungen durch den Vorstand, bestimmt. Der ökonomische Nutzen der Arbeit eines Aufsichtsrats ergibt sich damit insbesondere durch seinen Beitrag zur Qualität unternehmerischer Entscheidungen, also beispielsweise durch die kritische Diskussion von Vorstandsvorlagen z. B. bezüglich Großinvestitionen, Akquisitionen oder Veränderungen der Unternehmensstrategie. Ein Aufsichtsrat oder Beirat, der einen Beitrag zur Verbesserung der Qualität von Topmanagemententscheidungen leisten möchte, muss bereit sein, sich kritisch mit Entscheidungsvorlagen auseinanderzusetzen, implizite Annahmen aufzudecken sowie zu hinterfragen und zu prüfen, ob die vorgelegten Informationen ausreichend aussagefähig sind. Dazu müssen Informationsasymmetrien zwischen Vorstand und Aufsichtsrat reduziert werden. Dies erfordert natürlich betriebswirtschaftlich-fachliche Qualifikationen, aber auch die grundlegende Bereitschaft, aus didaktischen Gründen und im Interesse des Unternehmens nicht sofort den Konsens mit dem Vorstand zu suchen, sondern eher als „Advocatus diaboli“ gezielt mögliche Schwächen zu suchen. Gerade durch seine Unabhängigkeit und die fehlende enge Involvierung in die Entwicklung des Entscheidungsvorschlags hat der Aufsichtsrat die Möglichkeit und Pflicht, einen Vorschlag des Vorstands zu hinterfragen.

Die nachfolgenden elf Fragen<sup>4</sup> und dazu angebotenen Empfehlungen sollen zeigen, wie ein Aufsichtsrat effizient und auch ohne Detailkenntnisse über ein Entscheidungsproblem sehr strukturiert mögliche Schwachpunkte einer Entscheidungsvorlage aufdecken kann. Aber auch die Vorstände können diese Vorlage für ihre Arbeit nutzen. Zu den wesentlichen Themenfeldern werden Fragen formuliert, die ein Aufsichtsrat sich selbst oder auch dem Vorstand bei einer kritischen Prüfung eines Entscheidungsvorschlags oder eines vorliegenden Gutachtens stellen sollte.

---

<sup>4</sup> In enger Anlehnung an Gleißner (2010), S. 69 ff.

**a) Ressourcen und Erfolgsfaktoren**

**Frage:** Sind die notwendigen Ressourcen und Erfolgsfaktoren sowie die strategischen Risiken, also die Bedrohung dieser Erfolgsfaktoren des Unternehmens oder Projekts, usw. bekannt?

**Empfehlung:** Der Erfolg eines Unternehmens, eines Geschäftsbereichs, einer Strategievariante, einer Investition oder Akquisition ist meist davon abhängig, dass einige wenige zentrale Erfolgsfaktoren, also Haupteinflussfaktoren auf den Erfolg, tatsächlich dauerhaft existent sind. Diese sollten bekannt sein. Zudem sollte klar sein, durch welche Einflüsse die vorhandenen oder zumindest vermuteten Erfolgsfaktoren bedroht sein könnten. Beispielsweise kann der Erfolg eines neuen Geschäftsfelds davon abhängen, dass vorhandene (Kern-)Kompetenzen des Unternehmens in diesem Geschäftsfeld genutzt werden können. Auch ist zu zeigen, dass neben den Erfolgsfaktoren auch sämtliche erforderlichen Ressourcen (z.B. Managementkapazitäten) vorhanden oder beschaffbar sind.

**b) Begriffe klar definieren**

**Frage:** Sind die verwendeten Begriffe und Kennzahlen in Strategie und Planung klar und eindeutig definiert?

**Empfehlung:** In vielen Entscheidungsvorlagen und sogar bei Gutachten werden Begriffe und Kennzahlen verwendet, die nicht eindeutig definiert sind, und es werden Ziele angegeben, die nicht ausreichend präzise operationalisiert werden. So ist beispielsweise ein Ziel wie „Marktposition verbessern“ lediglich eine verbale Aussage ohne Bedeutung. Notwendig ist es zunächst, „Marktposition“ beispielsweise durch „Marktanteile“ zu operationalisieren, um dann den relevanten Markt exakt zu definieren. Um die Zielsetzung besser verstehen zu können, ist es zudem sinnvoll, den aktuellen Zustand (Ist) und den angestrebten Zustand (Soll) durch eine geeignete Kennzahl zu beschreiben und zusätzlich anzugeben, durch welche Maßnahmen (mit welcher Verantwortlichkeit) das Ziel erreicht werden soll. Auch der Zeitraum sollte spezifiziert werden.

Nur bei einer derartigen Präzisierung ist es möglich, den vorliegenden Entscheidungsvorschlag fundiert zu beurteilen und später zu überprüfen, ob das tatsächlich erreicht wurde, was erreicht werden sollte. Auch für eine Suche nach Ursachen der Abweichungen ist es notwendig, eine derartig präzise Beschreibung der Sachverhalte vorzunehmen.

**c) Planung und transparente Plan-Annahmen**

**Frage:** Liegt eine nachvollziehbare operative Planung (mit Erfolgsrechnung und Bilanz) vor und sind deren wesentliche Annahmen bekannt?

**Empfehlung:** Sämtliche Entscheidungen bezüglich der Zukunft haben Konsequenzen für die Entwicklung von Ertrag, Cashflow und Bilanzstrukturen, und diese Konsequenzen müssen nachvollziehbar aufgezeigt werden. Jeder Planung liegen Annahmen zugrunde, und eine kritische Analyse der Planung ist im Wesentlichen eine Diskussion der Plausibilität, Fundierung und Robustheit dieser Annahmen. So liegen beispielsweise der Planung bezüglich des Umsatzes eines Unternehmens in den USA Annahmen zugrunde bezogen auf (1) Nachfrageentwicklung in den USA, (2) Wettbewerberverhalten und Konsequenzen für den eigenen Marktanteil und (3) Wechselkurs US-Dollar gegenüber Euro.

#### d) Risikoanalyse durchführen

**Frage:** Sind die unsicheren Planannahmen und Risiken, die Planabweichungen auslösen können, bekannt?

**Empfehlung:** Misserfolge bei unternehmerischen Aktivitäten resultieren in der Regel daraus, dass die tatsächliche Entwicklung von der geplanten abweicht. Ursachen dieser Planabweichungen sind realisierte Chancen oder Gefahren (Risiken), die entsprechend schon zum Entscheidungszeitpunkt identifiziert, quantitativ bewertet und priorisiert sein sollten. Risiken können quantifiziert werden, indem (1) Mindestwert, (2) wahrscheinlichster Wert und (3) Maximalwert einer Plangröße (z. B. Umsatz) angegeben werden.

#### e) Planwerte unter Beachtung von Risiken

**Frage:** Basieren die Planungen auf Erwartungswerten, werden also Chancen und Gefahren (Risiken) berücksichtigt?

**Empfehlung:** Oft ist bei einer der Entscheidung zugrunde liegenden Planung weitgehend unklar, was mit einem „Planwert“ überhaupt gemeint ist (siehe Empfehlung b), und oft ist nur zu vermuten, dass dieser einen „wahrscheinlichsten Wert“ darstellt, weil Menschen dazu neigen, in Planungen wahrscheinlichste Werte anzugeben. Grundlage für unternehmerische Entscheidungen, insbesondere Investitionen und Akquisitionen, sind jedoch fast immer die sogenannten Erwartungswerte, die anzeigen, was „im Mittel“ passiert. Die Berechnung eines Erwartungswerts setzt voraus, dass die Chancen und Gefahren (Risiken), die Planabweichungen auslösen können, bekannt sind. Ist beispielsweise der wahrscheinlichste Wert für den Rückfluss aus einer Investition 10 Millionen (Wahrscheinlichkeit 70%), das günstigste Szenario (bei positivem Konjunkturverlauf) mit einer Wahrscheinlichkeit von 10% 13 Millionen und das ungünstigste Szenario ein komplettes Scheitern des Projekts (d. h. 0 Euro Rückfluss) ergibt sich der Erwartungswert als

$$0,7 * 10 \text{ Mio.} + 0,1 * 13 \text{ Mio.} + 0,2 * 0 \text{ Mio.} = 8,3 \text{ Mio.}$$

## f) Erfolgsmaßstab festlegen

**Frage:** Existiert ein geeigneter Erfolgsmaßstab, also ein Bewertungskriterium, das insbesondere erwartete Auswirkungen auf das Ergebnis und die Risiken berücksichtigt?

**Empfehlung:** Fundierte Entscheidungen erfordern einen klar definierten Beurteilungsmaßstab, wie beispielsweise den Beitrag zum (modellbasiert berechneten) Unternehmenswert. Dies ist eine Kennzahl, die die nachhaltigen Auswirkungen auf die erwarteten Erträge oder Cashflows ebenso berücksichtigt wie den Umfang der Risiken, die den Diskontierungszinssatz der zukünftigen Erträge beeinflussen sollten. Zu beachten ist hier, dass sich im Diskontierungszinssatz tatsächlich die identifizierten und bewerteten Risiken (siehe Empfehlung d) widerspiegeln und der Diskontierungszinssatz (oder Kapitalkostensatz oder Risikoabschlag) nicht lediglich basierend auf historischen Kapitalmarktdaten (Kursschwankungen) abgeleitet wird wie im sogenannten Capital Asset Pricing Model (CAPM). Bei der Investitionsbewertung gilt dann beispielsweise: Höhere Risiken erfordern mehr (teures) Eigenkapital zur Abdeckung möglicher Verluste, was höhere Kapitalkosten (Renditeanforderungen) zur Konsequenz hat (siehe Empfehlung g).

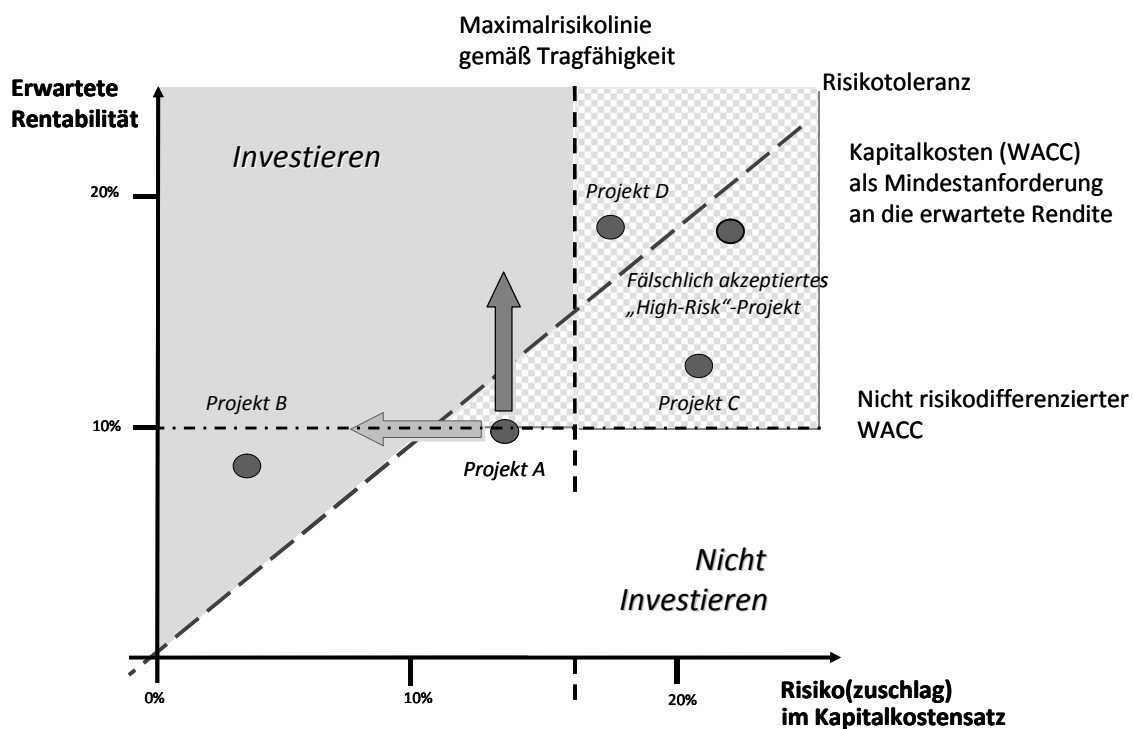


Abbildung 1: Rendite-Risiko-Profil.



**g)      **Transparenz über risikogerechten Eigenkapitalbedarf****

**Frage:** Werden der sich durch die mögliche Entscheidung ergebende Finanzierungsbedarf und die zusätzliche Inanspruchnahme der Risikotragfähigkeit des Unternehmens (Eigenkapital) angegeben?

**Empfehlung:** Fast alle unternehmerischen Entscheidungen, insbesondere Investitionen und Akquisition, führen durch die Kapitalbindung im Anlagevermögen und dem ebenso zu berücksichtigenden Working Capital (Vorräte und Forderungen) zu einem Bedarf an zusätzlichen Finanzmitteln (Krediten). Darüber hinaus steigt im Allgemeinen der Risikoumfang an, sodass auch der sogenannte Eigenkapitalbedarf als Maß für den aggregierten Gesamtrisikoumfang zunimmt. Entsprechend ist zu prüfen, ob der Eigenkapitalbedarf durch das vorhandene Eigenkapital gedeckt wird. Die Berechnung des Eigenkapitalbedarfs ist im Allgemeinen möglich durch Simulation (Risikoaggregation), also die Berechnung einer großen repräsentativen Anzahl möglicher Zukunftsszenarien der betrachteten Investition oder Akquisition, um so die Bandbreite der zukünftig möglichen Ergebnisentwicklung anzuzeigen. Aus dem damit unmittelbar erkennbaren Umfang risikobedingt möglicher Verluste ergibt sich der (zusätzliche) Eigenkapitalbedarf.

**h)      **Konsequenzen für das Rating betrachten****

**Frage:** Werden die Konsequenzen für das zukünftige Rating berechnet?

**Empfehlung:** Eng verbunden mit der letzten Fragestellung ist die Beurteilung einer Entscheidung aus der Perspektive der Gläubiger (Rating). Während mit dem Erfolgsmaßstab (siehe Empfehlung f) eine Beurteilung aus der Sicht der Eigentümer vorgenommen wird, wird mit einer sogenannten Ratingprognose verdeutlicht, in welcher Bandbreite sich wichtige Finanzkennzahlen (wie Zinsdeckungsquote, Gesamtkapitalrendite oder Eigenkapitalquote) durch die Entscheidung verändern werden und welche Konsequenzen dies für das zukünftige Rating haben wird. Es ist aufzuzeigen, dass auch bei einer risikobedingten (ungünstigen) Entwicklung durch eine ungünstige Kombination von Risiken (siehe Empfehlung d) das sich dann ergebende Rating die Sicherheitsziele bzw. die Mindestratingvorgaben des Aufsichtsrats erfüllt.

**i)      **Umsetzungsfriktionen und Reaktionen****

**Frage:** Wurden in der Planung mögliche Umsetzungsfriktionen und Gegenreaktionen (z. B. von Wettbewerbern) berücksichtigt?

**Empfehlung:** Oft sind Planungen und die zugrunde liegenden Strategien von übermäßigem Optimismus geprägt, weil unterstellt wird, dass alle vorgesehenen Maßnahmen problemlos umgesetzt werden können. In der Praxis tatsächlich vor-

kommende Friktionen sind entsprechend in der Planung nicht erfasst. Zudem wird oft nicht berücksichtigt, dass die eigenen Entscheidungen und Maßnahmen Reaktionen von Wettbewerbern zur Konsequenz haben, die deutlich negative Auswirkungen auf das Ergebnis der eigenen Entscheidung haben können (siehe spieltheoretische Entscheidungssituationen). Auch die Interessenlage und Motivation der eigenen Mitarbeiter sollte bedacht werden: Maßnahmen sind leichter umsetzbar, wenn sie auch im Interesse der eigenen Mitarbeiter sind – aber die Interessen der Aktionäre dürfen nicht vernachlässigt werden.

#### **j) Gegenargumente beachten**

**Frage:** Ist der Entscheidungsvorschlag robust und wurden mögliche Gegenargumente aufgezeigt?

**Empfehlung:** Oft erscheint eine bestimmte vorgeschlagene Handlungsoption, beispielsweise eine Investition, nur vorteilhaft, wenn die getroffenen Annahmen (siehe Empfehlung c) genau zutreffen, und bereits bei kleinen Verletzungen der Annahmen (Abweichungen) kann die vorgeschlagene Handlung schon nicht mehr sinnvoll sein. Ausgehend von der Kenntnis über unsichere Planannahmen und sonstige Risiken sollte deshalb die Sensitivität des Lösungsvorschlags gegenüber Annahmeverletzungen – und damit insgesamt die Robustheit des Vorschlags – untersucht werden. Sinnvoll ist es, dass auch bei (moderaten) Verletzungen der Annahmen die vorgeschlagene Handlungsweise weiterhin im Hinblick auf den gewählten Erfolgsmaßstab (siehe Empfehlung f) sinnvoll bleibt.

Um klarzustellen, dass sich die Unternehmensführung (der Vorstand) intensiv und unvoreingenommen mit der betrachteten Handlungsoption befasst hat, sollten auch die im Entscheidungskalkül betrachteten „Gegenargumente“ explizit aufgezeigt werden. Neben den „Pro-Argumenten“ sollten deshalb explizit die „Kontra-Argumente“ genannt sein. Beide Gruppen von Argumenten sind im Entscheidungskalkül zu beachten.

#### **k) Eignung und Robustheit der Modelle und Methoden der Entscheidungsvorbereitung**

**Frage:** Ist das als Grundlage für die Entscheidung gewählte Modell (Entscheidungsverfahren, Investitionsrechenverfahren, etc.) grundsätzlich geeignet und wurden alle für dieses Entscheidungsmodell wesentlichen Informationen erhoben?

**Empfehlung:** Jede Entscheidung basiert auf Modellen sowie auf Entscheidungsfindungsmethoden, und Fehlentscheidungen können einfach daraus resultieren, dass deren Anwendungsvoraussetzungen nicht erfüllt sind.

Von besonderer Bedeutung ist damit, dass das zur Entscheidungsvorbereitung gewählte Planungs- oder Entscheidungsmodell selbst auf Annahmen basiert, die (zumindest näherungsweise) in der jeweiligen Situation erfüllt sein sollten – das Modell also überhaupt sinnvoll angewandt werden kann. So wird beispielsweise im Rahmen von Investitionsrechenmodellen oft der Diskontierungszinssatz auf der Grundlage des Capital Asset Pricing Model (CAPM) berechnet und damit implizit angenommen, dass (1) historische Kapitalmarktdaten repräsentativ für die Zukunft sind und über den Risikoumfang der Investition informieren, (2) keine Finanzierungsrestriktionen und Konkurskosten existieren und (3) die Eigentümer perfekt diversifiziert sind und unternehmens- oder investitionsspezifische Risiken nicht beachten müssen<sup>5</sup>. Viele Fehlentscheidungen resultieren letztlich daraus, dass die Grundannahmen des angewandten Entscheidungsmodells nicht beachtet werden. Hier bietet sich oft an, das zugrunde liegende Planungs- oder Entscheidungsverfahren (die betriebswirtschaftlichen Modelle) selbst im Hinblick auf die Anwendbarkeit auf die jeweilige Entscheidungssituation von einem Gutachter beurteilen zu lassen, der nicht selbst in den Entscheidungsfindungsprozess involviert war.

### **3 Fallbeispiel: Die Zustimmung des Aufsichtsrats zu einem Investitionsprojekt**

Die Grundzüge der oben erläuterten Methodik soll nun anhand eines Fallbeispiels erläutert werden. Das Fallbeispiel wird dabei stark vereinfacht verdeutlicht, auch lediglich die Grundzüge der in Abschnitt 2 erläuterten Methodik.

Ausgangssituation ist die geplante Großinvestition der Stettener Hightech AG beim geplanten Bau eines neuen Werks in der Ukraine. Aufgrund des für das Jahr 2012 vorgesehenen Investitionsvolumens in Höhe von 60 Mio. Euro und der strategischen Bedeutung des Vorhabens ist eine Zustimmung des Aufsichtsrats erforderlich. Der Vorstand, der den Aufsichtsrat über die Grundzüge der Überlegungen schon vorher informiert hat, unterbreitet nun rechtzeitig vor einer Aufsichtsratsitzung die aus seiner Sicht wesentlichen Informationen zur geplanten Investition und den damit einhergehenden Erträgen – und bittet den Aufsichtsrat um Zustimmung.

Der Aufsichtsrat erhält insbesondere folgende Informationen, die Grundlage für die Entscheidung sein sollen: Die Stettener Hightech AG als weltweit tätiger Anbieter für Qualitätsprodukte möchte die eigene Produktionskapazität deutlich erweitern, um am prognostizierten Marktwachstum der nächsten 10 Jahre partizipieren und sogar Marktanteile hinzugewinnen zu können. Das Unternehmen hat nach einem Standort gesucht, der möglichst günstige Produktionskosten gewährleistet

---

<sup>5</sup> Vgl. Gleißner (2011), in: Zeitschrift für Controlling, S. 165–171.

und dabei als wirtschaftlich und politisch ausreichend stabil eingeschätzt wird. Der Vorstand plädiert für den Bau des Werks für 60 Mio. Euro in der Ukraine und möchte dadurch die Produktionskapazität des Unternehmens, die momentan fast ausgelastet ist, um 50% erhöhen. Zur Finanzierung soll ein Bankdarlehen von 45 Mio. Euro dienen. Der Aufsichtsrat erhält Planwerte für die Umsätze und Kosten sowie die sich daraus ergebenden Cashflows für die nächsten Jahre. Der Vorstand nimmt einen Diskontierungszinssatz von 9% an und berechnet ausgehend von den Plan-Cashflows einen positiven (Netto-)Kapitalwert im Planungszeitraum von 25 Mio. Euro – als „Plan-Rendite“ wird ein Wert angegeben, der klar über dem Diskontierungszinssatz liegt. Die auf einer Seite zusammengefasste Planrechnung wird ergänzt durch eine Liste der wesentlichen Vorteile, die sich das Unternehmen durch die Investition verspricht.

Natürlich tragen die hier zusammengestellten Informationen dazu bei, die bestehenden Informationsasymmetrien zwischen Aufsichtsrat und Vorstand abzubauen. Im konkreten Beispiel soll die Voraussetzung dafür geschaffen werden, dass der Aufsichtsrat diejenigen finanzwirtschaftlichen Berechnungen nachvollziehen kann, mit denen der Vorstand seinen Investitionsvorschlag untermauert. Der Vorstand verweist auf die genannten Vorteile der Investition, zugrunde liegenden strategischen Überlegungen und dem positiven Netto-Kapitalwert, der die wirtschaftliche Sinnhaftigkeit der Investition belegen soll.

Zwei Mitglieder des Aufsichtsrats analysieren die vom Vorstand bereitgestellten Informationen im Vorfeld der Aufsichtsratsitzung detailliert und nutzen dabei – unter anderem – die in Abschnitt 2 erläuterte Methodik. Als Resultat formulieren sie gegenüber dem Vorstand folgende Rückfragen mit der Bitte nach weiteren Informationen, die zum besseren Verständnis der Entscheidungsgrundlage beitragen sollen – und letztlich auch damit die Entscheidungsqualität verbessern können:

- Als wesentlichster Vorteil des neuen Werks am Standort Ukraine wird angegeben, dass die Produktionskosten dort günstiger seien als in Deutschland. Als wesentliche strategische Erfolgsfaktoren der Stettener Hightech AG gilt allerdings seit Jahren „Innovation“ und „Qualität“. Ist die Standortwahl damit tatsächlich konsistent zur Strategie? Und kann im geplanten neuen Werk auch die von den Kunden geforderte Qualität gewährleistet werden?<sup>6</sup>
- Welche Annahmen speziell bezüglich des Marktwachstums – und damit der zusätzlich erforderlichen Kapazität – wurde bei der Dimensionierung der Kapazität des Werks (und damit der Investitionsvolumenplanung) unterstellt? Welche Annahmen wurden getroffen bezüglich der angesprochenen Steigerung des Marktanteils und wie soll diese erreicht werden?<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Siehe Frage a in Abschnitt 2.

<sup>7</sup> Siehe Frage c in Abschnitt 2.

- Welche Chancen und Gefahren (Risiken) bestehen? Wie sind diese quantifiziert und wie ist diese Risikoquantifizierung abgesichert? In welchem Umfang können insgesamt Planabweichungen (speziell nach unten) auftreten?<sup>8</sup>
- Welche Konsequenzen für das Rating sind (im Mittel oder in einem denkbaren „Stressszenario,“) zu erwarten, wenn die Investition wie vorgesehen zu einer Erhöhung der Bankverbindlichkeiten um 45 Mio. führt? Wie ändert sich dadurch die Wahrscheinlichkeit, dass vom Unternehmen bereits mit Kreditinstituten vereinbarte Covenants verletzt werden?<sup>9</sup>
- Was sagen die sogenannten „Plan-Werte“ tatsächlich aus? Stellen diese Erwartungswerte dar, die „im Mittel“ eintreten? Sind dabei also die quantitativen Auswirkungen von Chancen und Gefahren (Risiken) berücksichtigt?<sup>10</sup>
- Ist der „Netto-Kapitalwert“ ein sinnvoller und aussagefähiger Erfolgsmaßstab? In welcher Weise ist bei der Berechnung insbesondere berücksichtigt worden, dass der Diskontierungszinssatz, der in der Entscheidungsvorlage einfach mit 9% genannt ist, tatsächlich risikoadäquat ist?<sup>11</sup>
- In der Entscheidungsvorlage wurden die Vorteile angegeben, nicht aber mögliche Probleme, Umsetzungsfriktionen und auch wurde nicht eingegangen auf mögliche Reaktionen der Wettbewerber. Welche Probleme wurden im Rahmen der Entscheidungsvorbereitung betrachtet und als relevant eingeschätzt?

Mit diesen (gut gemeinten) kritischen Rückfragen wird zunächst einmal sichergestellt, dass Informationsasymmetrien zwischen Vorstand und Aufsichtsrat abgebaut werden. Der Aufsichtsrat bekommt weitere (entscheidungsrelevante) Informationen. In der Praxis wird es oft allerdings so sein, dass mehr erreicht wird als der Abbau von Informationsasymmetrien. Der Aufsichtsrat wird mit kritischen Fragen Anstoß geben an sich entscheidungsrelevante Informationen überhaupt erst einmal zu erheben oder zu präzisieren. Schließlich können die Rückfragen beim Vorstand auch Anlass sein, die der Entscheidung zugrunde liegenden betriebswirtschaftlichen (finanzwirtschaftlichen) Methoden noch einmal zu hinterfragen und gegebenenfalls zu verbessern. Im vorliegenden Beispiel erscheint es problematisch, dass möglicherweise nicht erwartungstreue Planwerte als Entscheidungsgrundlage verwendet werden, und damit Chancen und Gefahren im Entscheidungskalkül nicht adäquat erfasst worden sind. Der Vorstand muss zeigen, welche Risiken identifiziert und wie diese quantitativ beschrieben wurden. Zudem sind durch die vom Vorstand gewählten (und den Stabsstellen oder externen Spezialisten umgesetzten) investitions-theoretischen Verfahren zu gewährleisten, dass Risiken – bei der Berechnung risi-

---

<sup>8</sup> Siehe Frage d in Abschnitt 2.

<sup>9</sup> Siehe Fragen g und h in Abschnitt 2.

<sup>10</sup> Siehe Fragen h und e in Abschnitt 2.

<sup>11</sup> Siehe Frage f in Abschnitt 2.

kogerechter Diskontierungszinssätze – auch adäquat im Entscheidungskalkül berücksichtigt werden.

Die kritische Betrachtung des Aufsichtsrats trägt also zusammenfassend dazu bei, dass

- Informationsasymmetrien zwischen Aufsichtsrat und Vorstand reduziert werden,
- gegebenenfalls bisher nicht vom Vorstand betrachtete zusätzliche entscheidungsrelevante Informationen erhoben und ausgewertet werden und
- bei Bedarf die gewählten Investitions- oder finanzwirtschaftlichen Verfahren, die der Entscheidungsvorbereitung dienen, verbessert werden.

#### **4 Fazit**

Qualitativ gute Entscheidungen sind die Grundlage für Unternehmenserfolg, wenn man sich nicht alleine auf den Zufall verlassen möchte. Auch ohne detaillierte Kenntnisse über einzelne Entscheidungssituationen und Handlungsoptionen kann ein Aufsichtsrat wesentlich dazu beitragen, die Entscheidungsqualität im Unternehmen zu verbessern. Er muss dabei gewährleisten, dass die Entscheidungsvorbereitung Mindeststandards erfüllt, und er sollte vermeiden, zu schnell einen Konsens mit dem Vorstand herzustellen.

Wichtig ist es, als neutrales Gremium die Entscheidungsgrundlagen und die wesentlichen Annahmen kritisch zu hinterfragen, Gegenargumente anzubringen und auf Informationslücken sowie bestehende Risiken hinzuweisen. So werden Informationsasymmetrien abgebaut und die Entscheidungsqualität verbessert.

**Anhang: Checkliste – Bewertung einer Entscheidungsvorlage**

		<b>Keine Informationen verfügbar: Rückfrage nötig!</b>	<b>Informationen zeigen kritische Probleme: keine Zustimmung!</b>	<b>Probleme legen tiefere Analyse nah:</b>	<b>Informationen zeigen keine kritischen Probleme: OK!</b>
a)	Sind die notwendigen Ressourcen und Erfolgsfaktoren sowie die strategischen Risiken, also die Bedrohung dieser Erfolgsfaktoren des Unternehmens oder Projekts, usw. bekannt?				
b)	Sind die verwendeten Begriffe und Kennzahlen in Strategie und Planung klar und eindeutig definiert?				
c)	Liegt eine nachvollziehbare operative Planung (mit Erfolgsrechnung und Bilanz) vor und sind deren wesentliche Annahmen bekannt?				
d)	Sind die unsicheren Planannahmen und Risiken, die Planabweichungen auslösen können, bekannt?				
e)	Basieren die Planungen auf Erwartungswerten, werden also Chancen und Gefahren (Risiken) berücksichtigt?				
f)	Existiert ein geeigneter Erfolgsmaßstab, also ein Bewertungskriterium, das insbesondere erwartete Auswirkungen auf das Ergebnis und die Risiken berücksichtigt?				
g)	Werden der sich durch die mögliche Entscheidung ergebende Finanzierungsbedarf und die zusätzliche Inanspruchnahme der Risikotragfähigkeit des Unternehmens (Eigenkapital) angegeben?				
h)	Werden die Konsequenzen für das zukünftige Rating berechnet?				
i)	Wurden in der Planung mögliche Umsetzungsfriktionen und Gegenreaktionen (z. B. von Wettbewerbern) berücksichtigt?				
j)	Ist der Entscheidungsvorschlag robust und wurden mögliche Gegenargumente aufgezeigt?				
k)	Ist das als Grundlage für die Entscheidung gewählte Modell (Entscheidungsverfahren, Investitionsrechenverfahren, etc.) grundsätzlich geeignet, und wurden alle für dieses Entscheidungsmodell wesentlichen Informationen erhoben?				
© FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen					

Tabelle 1: Checkliste Bewertung einer Entscheidungsvorlage (Download unter [www.FutureValue.de](http://www.FutureValue.de) unter Service & Downloads)<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> In Anlehnung an Gleißner (2010), S. 69 ff.

## Literaturhinweise

- Giersberg, Karl-W./Gleißner, Werner/Presber, Ralf: Grundzüge ordnungsgemäßer Planung: Mindestanforderung und Weiterentwicklungsperspektiven, in: Controller Magazin 02/2009, S. 62–64.
- Gleißner, Werner: Zur kritischen Prüfung von Entscheidungsvorlagen und Gutachten: Elf Fragen und Empfehlungen, in: Der Aufsichtsrat 5/2010, S. 69–71.
- Gleißner, Werner: Wertorientierte Unternehmensführung und risikogerechte Kapitalkosten: Risikoanalyse statt Kapitalmarktdaten als Informationsgrundlage, in: Zeitschrift für Controlling 03/2011, S. 165–171.
- Gleißner, Werner: Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen, 2. Aufl., Vahlen München 2011.
- Gleißner, Werner/Wolfrum, Marco: Eigenkapitalkosten und die Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen: Relevanz von Diversifikationsgrad und Risikomaß, in: Finanz Betrieb 9/2008, S. 602–614.
- Graumann, Matthias/Linderhaus Holger/Grundeit Jens: Wann haften Manager für Fehlentscheidungen – Ein Überblick über die Rechtsgrundlage zivilrechtlicher Innenhaftung, in: WiSt 7/2010, S. 325–330.
- Hopt, Klaus J./Roth, Markus: § 93 Abs. 1 Satz 2 und 4 nF Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit der Vorstandsmitglieder, in: Hopt, Klaus J./Wiedemann, Herbert (Hrsg.), Aktiengesetz – Großkommentar, Dritter Band, 4. Aufl., 2006, Nachkommentierung, S. 1–36.