

Wirtschaft

**Shareholder value: die Sicht des Gesetzes
Aktionärs- und Arbeitnehmerinteressen im Visier**

Von Peter Forstmoser *

Das Shareholder-value-Konzept ist in diesen Spalten intensiv diskutiert worden. Einig ist man sich, dass es Ziel jeder Unternehmensführung sein muss, unternehmerischen Mehrwert zu schaffen. Auseinander gehen die Meinungen bei der Konkretisierung. Zu Wort gemeldet haben sich verschiedene Lager. Bisher kaum angesprochen wurde aber die Frage, welche Haltung dem schweizerischen Recht zugrunde liegt: dem wird im folgenden Beitrag nachgegangen. (Red.)

Nach der grundlegenden Bestimmung von Artikel 717 des Obligationenrechts (OR) müssen die Mitglieder des Verwaltungsrates als dem für die Oberleitung der AG zuständigen Organ "die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen wahren". Was dies im einzelnen bedeutet, war und ist umstritten. Da aber eine AG - falls die Statuten es nicht ausdrücklich anders bestimmen - zwingend wirtschaftliche Ziele verfolgen soll, kann Interessenwahrung zugunsten der Gesellschaft nur bedeuten, dass die wirtschaftliche Position der AG gefördert, ihre Ertragskraft gestärkt werden soll. Dies deckt sich mit dem Shareholder-value-Ansatz, soweit darunter das Ziel verstanden wird, den Unternehmenswert kontinuierlich und nachhaltig zu steigern. Diese Mehrung des Gesellschaftswerts kommt vorab den Aktionären zugute, die ihrem Investment entsprechende Erträge - in Form von Dividenden und Wertsteigerungen ihrer Beteiligung - erwarten dürfen.

Weiter Kreis

Das Gesetz zieht jedoch den Kreis weiter. So lässt es in Art. 669 Abs. 3 die Bildung von stillen Reserven durch den Verwaltungsrat zu, "soweit die Rücksicht auf das dauernde Gedeihen des Unternehmens . . . es unter Berücksichtigung der Interessen der Aktionäre rechtfertigt". Die Aktionärsinteressen sollen nach dieser Bestimmung also nur "berücksichtigt" werden, nicht aber die ausschliessliche Messlatte sein. Vielmehr sollen der Schutz und die Förderung des Unternehmens an sich angestrebt werden, was die Wahrung der Interessen insbesondere auch der Arbeitnehmer impliziert. Ähnlich äussert sich Art. 674 Abs. 2 mit Bezug auf die Reservebildung durch die Aktionäre. Im übrigen geht das Gesetz davon aus, dass die Stärkung des Unternehmens regelmässig auch den Aktionärsinteressen entspricht. Das Bundesgericht hat dazu schon 1924 festgehalten, das moderne Aktienrecht zielt "nicht einseitig nur auf Schutz der Interessen der Aktionäre und Gläubiger, sondern vor allem auch auf Schutz der Aktienunternehmung selber . . . , indem Mittel und Wege zur Erhaltung oder Gewinnung der Leistungsfähigkeit zur Verfügung gestellt werden, was alles mit auf dem Gedanken beruht, dass mit dem Gedeihen der Unternehmung auch die Interessen der Mitglieder am besten gewahrt sind". Und 1933 führte es aus, es seien im Aktienrecht "toutes choses inspirées par l'idée que la prospérité de l'entreprise est la meilleure sauvegarde des intérêts des sociétaires eux-mêmes", eine Überlegung, die wiederum mit dem Shareholder-value-Ansatz kompatibel sein dürfte.

Pflichten, die sich nicht auf das Gesellschaftsinteresse oder das Interesse der an ihr direkt - als Aktionäre, Arbeitnehmer oder Gläubiger - Beteiligten beziehen, kennt das Aktienrecht nicht. Insbesondere gibt es keine Verpflichtung der Gesellschaftsorgane zur positiven Förderung öffentlicher Interessen, wie sie etwa im Deutschen Aktiengesetz von 1937 vorgesehen war, wonach der Vorstand "die Gesellschaft so zu leiten (hatte), wie das Wohl des Betriebes und seiner Gefolgschaft und der gemeine Nutzen von Volk und Reich" es erforderten. Soweit öffentliche Interessen zu wahren sind, wird dies durch zwingendes Recht sichergestellt, und im übrigen geht der Gesetzgeber von der Prämisse aus, dass die Ausrichtung auf das Unternehmensinteresse letztlich auch die öffentlichen Interessen am besten zu wahren vermag. - Grundlage des schweizerischen Rechts ist damit die Verpflichtung auf die Stärkung des Unternehmens und seiner Ertragskraft, wobei diese Leitlinie erheblichen Spielraum für Verwaltungsrat und Generalversammlung lässt. Dabei wird angenommen, dass die Fokussierung auf das Unternehmensinteresse allen Beteiligten - den Aktionären, aber auch den Arbeitnehmern und Gläubigern - dient.

Langfristige Optik

Eine solche Interessenharmonie kann nur unterstellen, wer sich einer langfristigen Betrachtungsweise verschreibt: Die langfristige Ertragsoptimierung liegt nicht nur im Interesse der Aktionäre, sondern auch der Mitarbeiter, der Kunden und der Öffentlichkeit. Oder, wie es in einer Firmenbroschüre aus umgekehrter Sicht formuliert wird: "Voraussetzung für einen hohen Shareholder value sind zufriedene und motivierte Stakeholders." Dass das schweizerische Recht nicht auf kurzfristige Gewinnstrebigkeit ausgerichtet ist, wird allgemein anerkannt. Jede Tätigkeit, die langfristig im Interesse der Gesellschaft liegt - bei grossen Gesellschaften auch etwa deshalb, weil Reaktionen der Sozialpartner oder Eingriffen des Gesetzgebers vorgebeugt wird -, ist daher mit dem Prinzip der Gewinnstrebigkeit vereinbar. Auch das Bundesgericht hat dies bestätigt. So wird in einem Entscheid von 1974 ausgeführt, es müsse sich der einzelne Aktionär gefallen lassen, "dass die Gesellschaft (nach dem Willen der Mehrheit der Aktionäre) aus sachlichen Gründen eine Gesellschaftspolitik betreibt, die nur auf lange Sicht gewinnbringend ist".

Die Ausrichtung auf langfristige Gesellschaftsinteressen und damit auf eine nachhaltige Gewinnstrebigkeit wird vom Gesetz gefördert, etwa durch die Möglichkeit, offene und stille Reserven "mit Rücksicht auf das dauernde Gedeihen des Unternehmens" zu bilden. Wenn also der Shareholder-value-Ansatz als langfristiges Konzept der nachhaltigen Wertsteigerung verstanden wird, entspricht dies den Vorstellungen des Gesetzgebers; anders als bei einer kurzfristigen Gewinnmaximierung und -realisierung.

Dem entspricht, dass das aktienrechtliche Prinzip der Gewinnstrebigkeit (es ist übrigens im Gesetz nirgends ausdrücklich verankert, wohl aber manchenorts impliziert) keineswegs mit dem Postulat möglichst hoher Dividenden einhergeht. Vielmehr wird in Art. 660 Abs. 1 OR zurückhaltend formuliert, dem Aktionär stehe ein Dividendenrecht nur insoweit zu, als der Bilanzgewinn "nach dem Gesetz oder den Statuten zur Verteilung unter die Aktionäre bestimmt ist". Für die Ausschüttungspolitik besteht daher ein weiter Spielraum. Auf die gesamte Eigentümerrendite - Dividendenzahlungen und Kurswertsteigerungen umfassend - ist auch der klassische Shareholder-value-Ansatz ausgerichtet.

Langfristig - darin sind sich die Vertreter des Shareholder-value-Ansatzes und der Gesetzgeber einig - laufen die Interessen der Shareholders und die der übrigen Stakeholders parallel. Kurzfristig kann es dagegen zu handfesten Konflikten kommen: Soll Ertrag für Dividenden eingesetzt werden oder für einen grosszügigen Sozialplan? Sind bei einer Sitzverlegung oder Betriebsschliessung die Interessen der betroffenen Mitarbeiter zu berücksichtigen, oder ist konsequent der effizientesten Lösung der Vorzug zu geben? Während die Shareholder-value-Lehre nur ein einziges Ziel kennt, nämlich "im Interesse der Gesellschaft selbst und ihrer Aktionäre möglichst markante Gewinne zu erzielen", ist die Antwort des Aktienrechts differenzierter: Vorab steht fest, dass auch eine AG gleich einem anständigen und verantwortungsbewussten Geschäftsmann handeln, sich wie ein "good citizen" benehmen darf und soll, was die Erfüllung moralischer und sozialer Pflichten in sich schliesst.

Förderung der Wohlfahrt

Darüber hinaus fördert das Aktienrecht ein sozial verantwortliches Verhalten gegenüber den Arbeitnehmern, indem es den arbeitsrechtlichen Schutz durch eigene Normen ergänzt. So sollen nach Art. 671 Abs. 3 OR die Reserven nicht nur zur Deckung von Verlusten eingesetzt werden, sondern auch für Massnahmen, "die geeignet sind, in Zeiten schlechten Geschäftsganges das Unternehmen durchzuhalten, der Arbeitslosigkeit entgegenzuwirken oder ihre Folgen zu mildern". Ausdrücklich im Gesetz erwähnt wird sodann die Möglichkeit, Teile des Bilanzgewinns "zur Gründung und Unterstützung von Wohlfahrtseinrichtungen für Arbeitnehmer des Unternehmens" und zu anderen Wohlfahrtszwecken zu verwenden (vgl. Art. 673 und 674 Abs. 3 OR). In einem älteren Entscheid erblickte das Bundesgericht in diesen Bestimmungen ein "Vertrauen in den sozialen Sinn der Aktiengesellschaft", einen "Ausschnitt aus der eidgenössischen Sozialgesetzgebung mit der Besonderheit, dass der Staat auf Eingriffe verzichtet und es dem einzelnen Unternehmen überlässt, die zweckdienlichen Anordnungen zu treffen". Diese Äusserungen mag man im Hinblick auf den seither massiv ausgebauten staatlichen Sozialschutz relativieren. Aber auch in neuerer Zeit hat das Bundesgericht betont, dass eine Aktiengesellschaft "neben der Gewinnerzielung auch andere Interessen (z. B. Existenzsicherung der Arbeitnehmer) wahrzunehmen hat".

Flankierende Massnahmen

Gute und offene Beziehungen zu den Investoren und vor allem transparente, aussagekräftige Information sind weitere Mittel zur Steigerung des Shareholder value. Für diese Zielsetzung ist das Schweizer Recht nicht gewappnet: Zwar steht es jedem Unternehmen frei, den Investoren mehr Information zukommen zu lassen, als es die noch immer dürftigen gesetzlichen Minimalerfordernisse verlangen. Das Problem liegt aber in der Qualität: Die konsequente Ausrichtung der schweizerischen Rechnungslegung auf den Gläubigerschutz bringt es mit sich, dass Gesellschaften zum Tiefstapeln gezwungen werden: Wegen des Imparitätsprinzips werden Verluste sofort, Gewinne aber erst bei ihrer Realisierung ausgewiesen. Das Aufwertungsverbot für Anlagevermögen zwingt zur Bildung stiller Zwangsreserven. Eine True and fair view lässt sich so nicht erreichen.

Da hilft auch das treuherzige Bekenntnis von Art. 959 nichts, wonach die Jahresrechnung den "Beteiligten einen möglichst sicheren Einblick in die wirtschaftliche Lage des Geschäftes" vermitteln soll, und die aktienrechtliche Bekräftigung von Art. 662a OR, die Rechnungslegung müsse so gestaltet sein, "dass die Vermögens- und Ertragslage der Gesellschaft möglichst zuverlässig beurteilt werden kann", ist ein Lippenbekenntnis, das durch die Ordnung des Gesetzes selbst desavouiert wird. Immerhin sind Unternehmen in der für den Anleger ohnehin weit bedeutsameren Konzernrechnung frei, eine andere, anlegerfreundlichere Optik zu wählen: Für die Konzernrechnung enthält das Gesetz nur die lapidare Bestimmung, sie unterstehe "den Grundsätzen ordnungsmässiger Rechnungslegung" (Art. 663g Abs. 1 OR). Hier lässt sich das Prinzip der True and fair view zugrunde legen, und Publikumsgesellschaften richten sich denn auch konsequent auf diese Zielsetzung aus.

* Der Autor ist Professor für Privat-, Handels- und Kapitalmarktrecht an der Universität Zürich.