

## 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. Ausserhalb 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 Reservierung 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 Geschäftsorgane 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

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

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 die 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 mancherorts 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 weites 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 ein – 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 Betriebschliessung 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 Wohlfahrts-einrichtungen für Arbeitnehmer des Unternehmens» und zu anderen Wohlfahrtszwecken zu verwenden (vgl. Art. 673 und 674 Abs. 3 OR). In einem älteren Entscheid erkrankte das Bundesgericht in diesen Bestimmungen ein «Vertrauen in den sozialen Sinn der Aktiengesellschaft», einen «Ausschnitt aus der eigenössischen Sozialgesetz-

## Wirtschaft im Gespräch

### Der «Zivilisierer» einer Wehrtechnik-Gruppe

#### Hans U. Brauner – Operativer Leiter der Rheinmetall

Gy. Bonn, im Dezember

Die zweitjüngste Transaktion, die Hans U. Brauner als operativer Leiter der Rheinmetall-Gruppe vorangetrieben hat, um das Unternehmensportfolio zu ergänzen, ist erst kürzlich unterschrieben worden: Ein deutsch-englisches Kon-



Hans U. Brauner (Bild pd)

sortium will die STN Atlas Elektronik aus dem gescheiterten Bremer Vulkan-Verband kaufen und unter der unternehmerischen Leitung von Rheinmetall weiterführen. Dieser Erwerb fügt sich in eine längere Reihe von Akquisitionen, die zur Vergrösserung von Rheinmetall beitragen. Nicht ganz typisch ist der Kauf indessen mit Blick auf die «Branchen» des Neuzugangs, wird dadurch doch der traditionellste Teil der 107jährigen Rheinmetall, die Wehrtechnik, verstärkt. Dies steht insofern im Kontrast zur Expansionspolitik der jüngeren Zeit, als die Unternehmensspitze seit Beginn der achtziger Jahre vor allem den «zivilen» Teil der Rheinmetall-Gruppe durch Zukäufe auszuweiten suchte.

Der 1934 geborene Brauner hat diese laufende Akzentverschiebung massgeblich geprägt. Deutlich wird dies unter anderem, wenn er in seinem Düsseldorf-Büro im Gespräch die Struktur der Rheinmetall-Gruppe auf einer Wandtafel skizziert. Er ist heute in der von einer Holding geleiteten Gruppe gleichsam überall präsent; als operativer Leiter der Obergesellschaft ist er gleichzeitig Aufsichtsratsvorsitzender der vier

Töchter. Mit der Neuaufrichtung der Gruppe hat Brauner in seiner vergleichsweise langen Führungszeit etwa das umgesetzte, was bei seinem Eintritt als Direkt geolten hatte. Als er 1980 nach einer rund zehnjährigen Tätigkeit als Direktor bei der Stuttgarter Robert-Bosch-Gruppe in die operative Führung von Rheinmetall eintrat, stand die Suche nach einer besseren Streuung des unternehmerischen Risikos im Vordergrund.

In den Jahren in und an der Spitze des Unternehmens hat Brauner das Gesicht der Gruppe mit heute rund 15 000 Beschäftigten tatsächlich stark verändert: Vor 1980 war Rheinmetall stark auf die Wehrtechnik ausgerichtet; rund 70% des Umsatzes entfielen damals auf militärisches Gerät, Waffen und Munition. Heute macht dieser Teil weniger als einen Viertel des Gruppenumsatzes von rund 3,5 Mrd. DM aus. Dahinter steht eine fast stetige Diversifizierung in neue, «zivile» Gebiete. Praktisch mit dem Einstieg Brauners wurde zunächst die Maschinenbaugruppe Jagenberg (Papier- und Verpackungstechnik) übernommen, Mitte der achtziger Jahre dann die in der Automobiltechnik tätige Pierburg; Anfang der neunziger Jahre betrat man mit dem Kauf der Mauer Waldeck das Gebiet der Büromöbel und Büro-technik; und gerade dieser Tage vereinbarte man den Kauf der in der Kommunikationstechnik tätigen Hirschmann-Gruppe. Die jüngsten Zugänge werden den Mitarbeiterbestand auf 21 000 Beschäftigte und den Gruppenumsatz auf 5,5 Mrd. DM steigen lassen.

Die Ergänzung um «zivile» Geschäfte stand immer im Vordergrund, weil Brauner in einer klassischen «Konversion» der Wehrtechnik nur geringe Erfolgchancen erblickte. Da sich die Rheinmetall-Aktien zu rund zwei Dritteln im Besitz der Röchling-Gruppe – einer relativ grossen Familiengesellschaft – befinden, kann es auch vorkommen, dass neben der unsichtbaren Hand des Marktes bisweilen auch eine sichtbare Hand des Mehrheitsaktionärs eine Anregung gibt. So war bei der Akquisition von Mauer Waldeck offenbar von Bedeutung, dass einige Familienmitglieder eine gewisse Vorliebe für alltagsnahe Produkte empfanden.

Bisweilen wirkt der Hauptaktionär auch als Puffer zwischen Börse und Unternehmen, obwohl die einzelnen Töchter der Rheinmetall-Gruppe teilweise direkten Zugang zum Kapitalmarkt haben. So steht die Börsenbewertung für die Rheinmetall-Führung nicht so stark im Vordergrund wie für eliche andere deutsche Manager. Dennoch sähe Brauner die Rheinmetall-Aktien am Markt gerne etwas höher eingestuft als heute – zumal das bereinigte Eigenkapital einschliesslich stiller Reserven im Anlagevermögen den heutigen Börsenwert nach dem Urteil von Marktbeobachtern deutlich übertrifft. Zudem ist Brauner – auch als Ökonom und Lehrbeauftragter an der Universität Düsseldorf – der Ansicht, dass die rationale Einschätzung der Zukunft bei der Bewertung eines Unternehmens dominieren sollte.

### Bergarbeiterstreik in Russland fortgesetzt

Moskau, 15. Dez. (dpa) rund 90 000 russische Bergleute haben ungeachtet des von der Kohlegewerkschaft beschlossenen Streikendes am Sonntag den Ausstand wegen unbezahlter Löhne fortgesetzt. Die Kumpel von 62 Gruben und einer Anlage des Tagebaus seien weiterhin im Streik, teilte der staatliche Kohlekonzern Rossugol der Nachrichtenagentur Interfax mit. Die Streikenden hielten das Problem der geforderten Lohnnachzahlungen für nicht gelöst, sagte ein Gewerkschaftssprecher. Die Kohlegewerkschaft hatte am Mittwoch die landesweite tagelange Protestaktion mit der Begründung eingestellt, dass die Regierung die seit Monaten ausstehenden Löhne bis zum 27. Dezember nachzahlen wolle.

Anzeige REX672 383H

### MOODS macht Steuerprüfer zu willkommenen Gästen

Jetzt auch mit Filter!

Wenn die Spinnasse auftaucht, bieten Sie Ihr einfach eine MOODS an. Denn der angenehme Duft und das feine Aroma dieses sympathischen Cigarillos halten jeder Prüfung stand. Prüfen Sie selbst. Buchen Sie jetzt eine MOODS-Probe. Mit oder ohne Filter. Gratis und steuerfrei. Danemann AG, NZZ, MOODS, 5736 Burg.

**RECHT GUT und SCHNECKT GUT: MOODS.** *(Et nicht cigars)*

## NZZ-FOKUS-

### EIN SCHWERPUNKT-DOSSIER ZUM THEMA SHAREHOLDER VALUE

Mit dem Beitrag von Prof. Peter Forstmoser schliesst die Wirtschaftsredaktion die zuweilen intensiv geführte Debatte zum Thema Shareholder value vorläufig ab. Zugleich hat sich aber gerade an diesem Beispiel gezeigt, dass bei länger anhaltenden Diskussionen der eine oder andere Artikel verpasst bzw. auf die Seite gelegt wird – und dann nicht mehr auffindbar ist. Daneben haben «Neueinsteiger» oft Mühe, rasch und umfassend einen Überblick über ein Thema zu erhalten. Aus diesen Gründen haben sich Redaktion und Verlag der Neuen Zürcher Zeitung entschlossen, unter dem Titel «NZZ-Fokus» in loser Folge Schwerpunktdossiers zu publizieren. Sie enthalten eine Auswahl der zu einem bestimmten Thema in den Spalten der NZZ bereits publizierten Artikel, Kommentare und Analysen samt Tabellen und Graphiken. In einer Zeit der Schnelllebigkeit vermittelt «NZZ-Fokus» eine kompetente Zusammenfassung der Diskussion über ein aktuelles Thema. Das erste Dossier ist nun dem Thema Shareholder value gewidmet. Neben redaktionellen Artikeln umfasst das Dossier zahlreiche Diskussionsbeiträge von Unternehmern, Rechtsanwälten und Wissenschaftlern.

Der «NZZ-Fokus» zum Thema Shareholder value ist an den Schaltern der Neuen Zürcher Zeitung und schriftlich über die Adresse: Neue Zürcher Zeitung, Shareholder value, Postfach, 8021 Zürich erhältlich. Faxbestellungen nimmt die Nummer (01) 258 12 65 entgegen, telefonische Bestellungen die Nummer (01) 258 13 80. Der Verkaufspreis beträgt 10 Fr. zuzüglich Versandkosten.

Redaktion und Verlag NZZ