

# Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung?\*

Zum Auftrag börsennotierter Unternehmen

*Übersicht:* I. Die Grundsatzdiskussion der letzten fünfzehn Jahre: Shareholder- versus Stakeholder-Value-Ansatz; 1. Aktionäre und andere Stakeholder als Gegenstand der Fürsorge von Unternehmensleitern; 2. Ein erstaunlicher Wertewandel; 3. Stärken und Schwächen des Shareholder-Value-Ansatzes; 4. Stärken und Schwächen des Stakeholder-Value-Ansatzes; 5. Mehr Gemeinsamkeiten als erwartet; II. Back to the Roots: das Unternehmensinteresse als Leitlinie für börsennotierte Unternehmen; 1. Das Interesse des »Unternehmens an sich« – der klassische Fokus aktienrechtlicher Tätigkeit im Lichte der juristischen Lehre; 2. Die höchstrichterliche Schweizer Gerichtspraxis; 3. Die gesetzliche Ordnung; III. Die Ausrichtung auf das Unternehmensinteresse – ein valabler Ansatz zum Ausgleich divergierender Standpunkte; 1. Die Fokussierung auf das Unternehmensinteresse: sachgerecht und rechtskonform; 2. Konkretisierungen; 3. The Hard Cases; IV. Vernichtung von Arbeitsplätzen trotz eines brillanten Geschäftsabschlusses: die Entscheidung der Deutschen Bank

Am 3. Februar 2005 überraschte die Deutsche Bank ihre Aktionäre mit einer guten Nachricht: Im Geschäftsjahr 2004 wurde eine Gewinnsteigerung von 87% erzielt. Der erwartete Applaus blieb zwar nicht aus, doch wurde er bei weitem übertönt von Entrüstung: Gleichzeitig mit dem Gewinn von EUR 2,5 Mia. nach Steuern wurde nämlich ein bevorstehender weiterer Ab-

\* Der Verfasser legt im Folgenden Überlegungen und Erfahrungen dar, die er weniger in seiner Eigenschaft als Rechtswissenschaftler denn in der eines Mitglieds von Verwaltungsräten (Aufsichtsräten) und als Wirtschaftsanwalt gemacht hat. – Zu seinem Erstaunen hat sich der Text – gedacht als leichthändige Skizze – fast zu einer Art Vermächtnis entwickelt, das er nun dem daran ganz unschuldigen Jubilar vorlegt – in der Gewissheit, dass auf letzte Worte meist noch weitere folgen.

Meine Assistenten RA lic. iur. MAX HALLER, RA lic. iur. CHRISTA-MARIA HARDER SCHULER und RA lic. iur. MARCO SPADIN haben mich tatkräftig unterstützt. Ich danke ihnen, ebenso wie Assessorin ELENA BARNERT, Frankfurt a. M.

bau von 6'400 Arbeitsplätzen<sup>1</sup> bekannt gegeben. Stellen zu streichen in einer Phase des Gewinnwachstums<sup>2</sup> – durfte dies sein<sup>3</sup>?

Einmal mehr stellte sich damit die Grundsatzfrage, was denn eigentlich das Ziel eines grossen, privatwirtschaftlich betriebenen Unternehmens sein soll. Dass diese Unternehmen Gewinn erzielen sollen und – als Überlebensnotwendigkeit – erzielen müssen, ist unbestritten. Aber: *Ist dies alles?* Oder ist es angebracht, im Sinne eines sozial verantwortungsvollen Verhaltens Kompromisse einzugehen und im Interesse der Mitarbeitenden, weiterer Stakeholder, ja der gesamten Volkswirtschaft auf die Ausreizung aller Möglichkeiten der Gewinnmaximierung zu verzichten? Allgemeiner gefragt: Ist es die einzige Pflicht der Leitungsorgane einer Aktiengesellschaft, Mehrwert für die Aktionäre<sup>4</sup> zu schaffen, selbst dann, wenn einem Unternehmen volkswirtschaftliche Bedeutung zukommt? Oder sind – zumindest bei grossen Unternehmen – (auch) soziale Ziele zu verfolgen, über das von Gesetzes wegen zwingend Verlangte hinaus?

DIETER SIMON, dem die folgenden Seiten in Freundschaft gewidmet sind, ist ein neugieriger Mensch. Deshalb mögen ihn auch die Ausführungen eines trockenen Wirtschaftsjuristen interessieren, selbst wenn sie nicht gerade Kerngebiete seiner vielfältigen wissenschaftlichen und wissenschaftspolitischen Aktivitäten behandeln.

Zwei Vorbehalte seien vorangestellt:

- Zu den Zielen, an denen sich Publikumsunternehmen orientieren sollen, ist – selbst wenn man sich auf die letzten anderthalb Jahrzehnte und hier wiederum auf wissenschaftliche Publikationen beschränkt – *unendlich viel*

1 Davon knapp 2'000 in Deutschland.

2 Als Ziel für die Zukunft wurde eine Eigenkapitalrendite vor Steuern von 25% genannt, eine Zahl, die in der gleichen Periode von der Schweizer Bank UBS erreicht worden war.

3 Vgl. Interview mit JOSEF ACKERMANN, Sprecher des Vorstandes der Deutsche Bank AG, im *Spiegel* Nr. 9 vom 28. Februar 2005 S. 92 ff. und die Kommentare in der *Süddeutschen Zeitung* vom 4. Februar 2005 S. 4 sowie 19. Wesentlich milder urteilte die Finanzpresse, so die *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (FAZ) vom 4. Februar 2005 S. 15, die *Börsen-Zeitung* (BZ) vom 4. (S. 1) und 5. Februar 2005 (S. 8) sowie die *Neue Zürcher Zeitung* (NZZ) vom 4. Februar 2005 S. 21. In der FAZ (S. 11) und der BZ (S. 8) vom 12. Februar 2005 sowie in der *Financial Times Deutschland* vom 28. Februar 2005 S. 18 wurde neben der verunglückten Kommunikation auch die Verurteilung des Entscheides der Deutschen Bank durch die Politik kritisch beleuchtet.

4 Wie mittlerweile eingebürgert, schliesst die männliche oder die weibliche Form jeweils auch das andere Geschlecht ein, es sei denn, aus dem Kontext ergebe sich das Gegenteil.

geschrieben worden. Der Verfasser dieser Skizze hat daher gar nicht erst versucht, eine repräsentative Auswahl des Besten und Wichtigsten in Text und Anmerkungen zu dokumentieren.

- Der Verfasser ist *Schweizer*, und er gestattet sich, das Thema aus Schweizer Sicht zu beleuchten. Es steht ihm nicht an, für die Entscheidung im deutschen Umfeld Ratschläge zu erteilen, und er wäre dafür auch nicht kompetent.

In diesem Zusammenhang ist zu betonen, dass die Unterschiede in den Auffassungen, aber auch der rechtlichen Basis betreffend die Tätigkeit grosser Unternehmen zwischen Deutschland und der Schweiz bedeutender sind, als man es angesichts des vergleichbaren Umfeldes einer hoch industrialisierten Wirtschaft und einer Rechtsordnung mit denselben Wurzeln erwarten würde.<sup>5</sup> Nicht von ungefähr hat sich denn auch die Diskussion in der Schweiz rechts- und wirtschaftspolitisch weit mehr an angelsächsischen als an deutschen Positionen orientiert, was die zahlreichen Amerikanismen im folgenden Text rechtfertigen mag.

- 5 Grundstein und Paradebeispiel für die unterschiedliche Denkweise und Regulierung ist die *Mitbestimmung*, die im deutschen Gesellschaftsrecht fest integriert, in der Schweiz dagegen in einer Volksabstimmung vom Jahre 1976 klar abgelehnt worden ist (Schweiz. Bundesblatt 1976 II 662 ff.). Im Nachgang zu dieser Volksabstimmung gab es zwei parlamentarische Initiativen (der Nationalräte [Parlamentarier] EGLI und MOREL); sie wurden am 7. Juni 1990 für erledigt erklärt, und es wurde dem Bundesrat (der Regierung) gleichentags ein Kommissionspostulat »Mitbestimmung der Arbeitnehmer« überwiesen. Dieses hatte jedoch keine erkennbaren politischen Konsequenzen, abgesehen von einer Vertiefung der Informations- und Mitwirkungsrechte der Arbeitnehmer auf betrieblicher Ebene im Bundesgesetz über die Information und Mitsprache der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer in den Betrieben (Mitwirkungsgesetz) vom 17. Dezember 1993, das den Arbeitgeber und die Arbeitnehmervertretung zur Zusammenarbeit »in betrieblichen Angelegenheiten nach Treu und Glauben« verpflichtet und ein Informationsrecht der Arbeitnehmer oder ihrer Vertretung verankert. Besondere Mitwirkungsrechte der Arbeitnehmer oder ihrer Vertretung sind für die Fälle des Übergangs von Betrieben und von Massenentlassungen in den seit dem 1. Mai 1994 in Kraft stehenden Art. 333 und 333a sowie 335d–335g des Schweizerischen Obligationenrechts (OR) vorgesehen. Im Fusionsgesetz vom 3. Oktober 2003 (FusG; in Kraft seit 1. Juli 2004) wurde mit FusG 28 Abs. 1 (Fusion), 50 (Spaltung) und 77 Abs. 1 (Vermögensübertragung) die Pflicht zur Konsultation der Arbeitnehmervertretung gemäss OR 333a auch für die übernehmende Gesellschaft eingeführt. Die Konsultation muss gemäss FusG 28 Abs. 2 vor dem Fusionsbeschluss nach FusG 18 erfolgen (vgl. zum Ganzen statt aller URS L. BAUMGARTNER im Basler Kommentar zum Fusionsgesetz [Basel/Genf/München 2005] Art. 28 N 5 f., mit weiteren Verweisen).

I. Die Grundsatzdiskussion der letzten fünfzehn Jahre:  
Shareholder- versus Stakeholder-Value-Ansatz

1. *Aktionäre und andere Stakeholder als Gegenstand  
der Fürsorge von Unternehmensleitern*

Die Frage nach den »richtigen« Unternehmenszielen<sup>6</sup> ist in der Schweiz in den letzten anderthalb Jahrzehnten in Lehre, Rechts- und Wirtschaftspolitik, aber auch in den Medien, in Talkshows und an den Stammtischen intensiv diskutiert worden. Zwei Lager stehen sich gegenüber:

a) Die Vertreter des *Shareholder-Value-Denkens* postulieren eine kompromisslose Ausrichtung aller unternehmerischen Tätigkeit auf den *Aktionärsnutzen*. Begründet wird diese Position mit dem Hinweis auf die wirtschaftliche Eigentümerstellung der Aktionäre, sodann damit, dass sie das Risikokapital aufgebracht haben, vor allem aber mit dem Glauben an einen wundersamen Einklang der Aktionärsinteressen mit denen aller übrigen Beteiligten: Geht es den Aktionären gut, dann profitieren davon – so das *Credo* – auch die Arbeitnehmer, die Kunden und schliesslich die Allgemeinheit.

b) Was die Shareholder-Value-Aktivisten als konsequente Fokussierung auf das eigentliche Unternehmensziel verstehen, ist in den Augen der Vertreter des *Stakeholder-Value-Ansatzes* eine egoistische und verantwortungslose einseitige Fokussierung auf die Interessen nur *einer* der vielen Gruppen, die an einem Unternehmen legitime Interessen haben. Nach dieser Lehre verlangt ein verantwortungsbewusstes Verhalten die Berücksichtigung und den Ausgleich der Interessen *aller* sog. Stakeholder, neben denen der Aktionäre also auch derjenigen der Mitarbeitenden und – bei Grossunternehmen – der Allgemeinheit. Betont wird von dieser Seite auch, dass die *Arbeitnehmer* zwar nicht rechtlich, wohl aber faktisch *weit mehr riskieren als die Aktionäre*: Während diese ihre Anlagen breit streuen können, geht der Mitarbeiter mit der Wahl seines Arbeitgebers ein extremes *Klumpenrisiko* ein. Zudem können die Investoren – bei börsennotierten Gesellschaften – jederzeit aussteigen und ihre Vermögensanlagen umschichten, während die Arbeitsstelle nicht so einfach gewechselt werden kann. Und schliesslich treffen die Konsequenzen eines

6 Die Begriffe »Aktiengesellschaft« und »Unternehmen« werden in dieser Skizze gleichgesetzt, was natürlich rechtlich nicht stimmt, angesichts der wirtschaftlichen Betrachtungsweise, welche hier im Vordergrund steht, aber zumindest für Publikumsgesellschaften vertretbar ist.

Unternehmenszusammenbruches die Mitarbeitenden oft weit stärker als die Geldgeber.<sup>7</sup>

c) Der Glaubenskrieg hat sich auch in den *Testimonials*, wie sie sich in Geschäftsberichten von Publikumsgesellschaften und in Interviews von Unternehmensleitern finden, niedergeschlagen:

aa) Auf der einen Seite stehen die *Bekanntnisse zur Ausrichtung allein auf den Shareholder-Value*, die letztlich auch allen übrigen Stakeholdern zum Vorteil gereichen soll. Ein Beispiel:

»Nur ein Unternehmen, welches den Shareholder-Value-Ansatz erfolgreich anwendet, kann Arbeitsplätze sichern (und schaffen), ein guter Partner für Kunden und Lieferanten sowie ein potenter Steuerzahler sein.«

bb) Andere Statements zeichnen ein *differenzierteres* oder – in anderer Optik – *diffuseres Bild*:

»Voraussetzung für einen hohen Shareholder-Value sind zufriedene und motivierte Stakeholder. Es ist Aufgabe des Managements, die verschiedenen Interessenlagen aufeinander abzustimmen, um letztlich auch den Shareholder-Value zu optimieren.«

cc) Beide »Bekanntnisse« – sie stehen für eine Unzahl ähnlicher Äusserungen – unterlassen es zwar nicht, den Aktionären (Shareholdern), zugleich aber auch allen anderen an einem Unternehmen Beteiligten die Reverenz zu erweisen. Doch ist der *Fokus grundlegend verschieden*:

- Nach der einen Ansicht ist es sowohl notwendig wie auch ausreichend, dass sich die Unternehmensleitung auf *ein* Ziel konzentriert: Mehrwert für den Aktionär zu schaffen. Dies soll automatisch zu Mehrnutzen für alle übrigen Beteiligten führen.
- Nach anderer Ansicht wird dagegen eine ausgewogene Berücksichtigung *aller* Interessengruppen verlangt und davon ausgegangen, dass eine solche »Abstimmung verschiedener Interessenlagen« letztlich auch dem Aktionär am meisten nützt.

7 Am Rande sei erwähnt, dass unter dem Aspekt der Risikoverteilung die als Instrument der sozialen Marktwirtschaft gepriesene *Mitarbeiterbeteiligung* problematisch ist: Werden Mitarbeiter – durch entsprechende Anreize – veranlasst, ihre Ersparnisse in demjenigen Unternehmen anzulegen, in welchem sie arbeiten, dann setzen sie alles auf eine Karte, was man einem Investor, der sich »nur« finanziell engagiert, nie raten würde. Mitarbeiterbeteiligungsprogramme sollten daher massvoll sein, und eine Verbindung des persönlichen (finanziellen) Schicksals mit dem eines Unternehmens sollte man nur den leitenden Personen zumuten, die finanzielle Rückschläge verkraften können und die – dies vor allem – überhaupt in der Lage sind, die Geschicke des Unternehmens durch ihre Entscheidungen massgebend zu beeinflussen.

Einerseits also: Die konsequente Ausrichtung auf den *Aktionärsegoismus* hat Konsequenzen, die zwar nicht als Selbstwert angestrebt, aber durchaus erwünscht sind: Sie nützt allen. Auf der anderen Seite: Umsichtige und ausgleichende Rücksichtnahme unter Einbezug all der vielfältigen Erwartungen, die an ein Unternehmen gestellt werden, ist nicht nur aus der Sicht von Mitarbeitenden, Kunden und des gesellschaftlichen Umfelds zu begrüssen, sondern maximiert auch den Nutzen für die Kapitalgeber.

## 2. Ein erstaunlicher Wertewandel

Blickt man auf das Leitmotiv von Unternehmensführern zum Sinn ihrer Arbeit, dann stellt man im Laufe des letzten Jahrzehnts in der Schweiz<sup>8</sup> einen erstaunlichen Wertewandel fest:

- In den *Neunzigerjahren* war kaum bestritten, dass das einzige Ziel eines Unternehmens die *Vermehrung des Shareholder-Value* zu sein habe. Meinungsverschiedenheiten gab es über die Art, wie diese Zielsetzung zu erreichen sei – durch kurz- oder langfristige Massnahmen. Die Ausrichtung aber stand fest: Es ging darum, die Gewinne und so den Börsenwert des Unternehmens bzw. den *Aktienkurs zu steigern*.
- Seit dem *Jahrtausendwechsel* haben sich die Statements gewandelt. Noch immer wird zwar betont, dass ein Unternehmen Gewinne zu erzielen hat. Vermehrt wird aber eine Ausrichtung unternehmerischer Tätigkeit auf *alle Stakeholder* gefordert. Die *eine* Bottom Line der Gewinnmaximierung ist dem *Triple-Bottom-Line-Ansatz* gewichen: Ziel soll es sein, in einem ausgewogenen Mass drei Herren zugleich zu dienen: den Investoren durch Gewinnoptimierung,<sup>9</sup> der Gesellschaft (*Social Responsibility*) durch sozial verantwortungsvolles Handeln und schliesslich auch der Umwelt (*Environmental Responsibility*) durch umweltschonendes und nachhaltiges Wirtschaften.

Nachdenklich stimmt, dass diese Besinnung auf die »inneren Werte« von Unternehmen just in einem Zeitraum erfolgt ist, in welchem der Charme von alljährlich in zweistelligen Prozentzahlen steigenden Gewinnen und Börsenkursen verblichen war. Könnte es sein, dass die Berufung auf »höhere« Werte

8 In Deutschland blieb der Stakeholder-Value-Ansatz in der ganzen Zeitperiode absolut herrschend, was mit seinem gesellschaftlichen wie auch rechtlichen Fundament im Einklang sein dürfte. Nicht von ungefähr war es denn auch der Schweizer JOSEF ACKERMANN, der in Deutschland die etablierte Position der »sozialen Verantwortung« von Unternehmen – im Sinne einer Pflicht zur Arbeitsplatzerhaltung – wohl erstmals öffentlich in Frage gestellt hat.

9 Eine terminologische Nuance: Die Vertreter des Shareholder-Value-Ansatzes sprechen von Gewinn*maximierung*.

und Zielsetzungen helfen soll, unternehmerisches Ungenügen und eine schlechte Performance zu vertuschen? Dient die Berufung auf Sozial- und Umweltziele letztlich als Feigenblatt zur Kaschierung unternehmerischen Versagens? Die Frage sei vorläufig offen gelassen.<sup>10</sup>

### 3. *Stärken und Schwächen des Shareholder-Value-Ansatzes*

a) Die *Stärke* des Shareholder-Value-Ansatzes ist zweifellos die klare Fokussierung auf *ein* Ziel und damit die *Messbarkeit des Erfolgs*: Tagtäglich lassen sich die *Kursbewegungen an der Börse* exakt feststellen, und damit auch der Nutzen, den die Kapitalanlage dem Aktionär – von den in der Schweiz zu meist eher bescheidenen Dividenden einmal abgesehen<sup>11</sup> – bringt. Leistungsbeurteilung aufgrund des Shareholder-Value ist messbar und kann daher auch als zuverlässige Basis für die unternehmensinternen Incentive-Pläne dienen, welche das Top-Management stimulieren sollen, (im Interesse der Aktionäre) das Beste zu geben.

b) Aber der Shareholder-Value-Ansatz hat *Schwächen* – vielleicht weniger in seiner theoretischen Ausgestaltung<sup>12</sup> als in seiner Umsetzung in der Praxis: Die Lehre betont zwar die Langfristigkeit des Konzepts,<sup>13</sup> und die Share-

<sup>10</sup> Vgl. aber nachstehend Ziff. I. 4. und I. 5.

<sup>11</sup> Die Quote des Jahresgewinns, die an die Aktionäre ausgeschüttet wird, ist bei Publikumsgesellschaften in der Schweiz mit durchschnittlich 20–30 Prozent tendenziell deutlich kleiner als in Deutschland. Dafür ist – le revers de la médaille – die Eigenkapitalbasis von Schweizer Unternehmen in der Regel grösser. Es ist dies nicht zuletzt eine Folge von früheren und teils auch heute noch bestehenden Unterschieden im Steuerrecht:

Der gleiche Gewinn wird in der Schweiz seit jeher zunächst bei der Aktiengesellschaft besteuert, anschliessend nochmals als Vermögensertrag beim Aktionär. Diese *wirtschaftliche Doppelbelastung* entfiel bis zum Jahre 2001 in Deutschland, da der Körperschaftssteuersatz der ausgeschütteten und derjenige der thesaurierten (im Unternehmen zurückbehaltenen) Gewinne unterschiedlich war. (Seit 2002 gilt auch in Deutschland ein einheitlicher Steuersatz für ausgeschüttete und nicht ausgeschüttete Gewinne.) Kapitalgewinne werden in Deutschland meist besteuert; in der Schweiz bleiben sie hingegen bei Privataktionären in der Regel steuerfrei.

<sup>12</sup> Der Klassiker der Shareholder-Value-Doktrin ist ALFRED RAPPAPORT (*Creating Shareholder Value* [New York 1986]), dessen Bekenntnisse von den Gläubigen in aller Welt – und besonders prominent in den USA und der Schweiz – in unzähligen Variationen nachgebetet worden sind, nicht selten ohne Wissen über den Baum der Erkenntnis, von dessen Früchten man zehrt.

<sup>13</sup> RAPPAPORT (Anm. 12) selbst betonte stets, dass er von einer *langfristigen* Maximierung des Aktionärsnutzens ausgehe, vgl. a. a. O. S. 161.

holder-Value-Protagonisten werden (auch) in der Schweiz nicht müde, das Hohelied der Nachhaltigkeit zu singen. Doch obschon der Geist willig ist, wird das Fleisch oft schwach und kann es in der *Realität* den Versuchungen der *Kurzfristigkeit* erliegen: Aktionäre werden vielfach nicht bereit sein, die Taube der langfristigen Gewinnmaximierung dem Spatz in der Form kurzfristigen Gewinns vorzuziehen. Und wieso sollten sie auch? Anders als die Mitarbeiter können sie tagtäglich ihr Engagement bei einem Unternehmen begründen, erweitern, reduzieren oder beenden.<sup>14</sup> Daher sind für viele Aktionäre die *low hanging fruits* eines kurzfristigen Kursanstiegs attraktiver als die Erwartung auf nachhaltige Wertsteigerung in einigen Jahren. Und selbst wenn man an eine rosige Zukunft glaubt, kann es eine nüchterne Evaluation gebieten, nicht schon heute dabei zu sein und die Durststrecke mitzumachen, wenn es später immer noch Gelegenheiten gibt, auf den in Richtung Gewinnsteigerung fahrenden Zug aufzuspringen.<sup>15</sup>

c) Vor allem aber scheint der Begriff des Shareholder-Value eine – im Lichte der gesamtwirtschaftlichen Interessen problematische – Signalwirkung zu haben. Mehrwert für die Aktionäre kann nämlich *auf sehr unterschiedliche Art erzeugt* werden:

aa) Langfristig kann Shareholder-Value dadurch geschaffen werden, dass der *Unternehmenswert* gesteigert wird. Es ist dies der klassische Ansatz der Shareholder-Value-Lehre, und auf solcher Basis stimmt zweifellos die Gleichung, dass gut für alle Beteiligten ist, was dem Aktionär frommt. Nur fragt es sich, weshalb dann das Interesse einer einzelnen Stakeholder-Gruppe – der Aktionäre – zum alleinigen Kriterium gemacht wird.

14 Dies, soweit man ausser Acht lässt, dass die Veräusserung eines grossen Aktienpakets schwierig sein kann, auch wenn an der Börse – theoretisch – ein liquider Markt besteht, kann doch – getreu der Regel von Angebot und Nachfrage – der (rasche) Verkauf eines grossen Pakets zu einem Kurseinbruch führen, dessen Folgen gerade auch der Veräusserer tragen muss.

15 Aufgrund der ökonomischen Ratio sind zwar die künftigen Gewinne, unter Beachtung ihres Zeitwerts, im heutigen Unternehmenswert enthalten (vgl. RUDOLF VOLKART, *Corporate Finance* [Zürich 2003] S. 252 ff. und CARL HELBLING, *Abschlussberatung* [Bern 2004] S. 133 ff.). Sie müssten sich daher auch im Aktienkurs niederschlagen. Die Praxis zeigt aber ein anderes Bild: Zukunftschancen werden oft nicht honoriert, weil es den Unternehmen trotz transparenter Berichterstattung nicht gelingt, den Gegenwartswert von Investitionen in die Zukunft überzeugend zu begründen. Die finanzielle Berichterstattung in immer kürzeren Abständen – mehr und mehr üblich und teils vorgeschrieben sind mittlerweile Quartalsbilanzen – dürfte in dieser Hinsicht per Saldo mehr schaden als nützen, da sie die Volatilität der Aussagen erhöht und den Anschein erweckt, unternehmerische Leistungen liessen sich kurzfristig messen.

bb) In der Unternehmensrealität erweisen sich die Bekenntnisse der Verfechter des Shareholder-Value aber leider allzu oft als *lip service*, der in starkem Kontrast zum tatsächlichen Verhalten steht: Es finden sich immer wieder Verhaltensweisen, die unter dem als »sexy« empfundenen Deckmantel des Shareholder-Value nur zum Ziele haben, ein *kurzfristiges Kurs-Feuerwerk* zu zünden, ohne irgendwelche nachhaltigen Vorteile für das Unternehmen. Dazu drei konkrete Beispiele aus der Schweiz:<sup>16</sup>

- Erzwingung der Fusion eines schweizerischen mit einem ausländischen Unternehmen, das eine *völlig andere Kultur* hat, mit dem Ziel, das eigene, illiquide Aktienpaket in das liquidere des übernehmenden Unternehmens tauschen zu können.<sup>17</sup>
- *Verkauf des Tafelsilbers* eines Unternehmens, um kurzfristig Cash machen und hohe Dividenden ausschütten zu können. Dies in einer Gesellschaft, deren Aktionäre traditionell eine konstante Dividende erwarteten.<sup>18</sup>
- Durchsetzen eines Aktienrückkaufs (zu dessen Finanzierung die Gesellschaft einen *erheblichen Teil ihrer liquiden Mittel opfern* musste) zum Zwecke der positiven Beeinflussung des Aktienkurses mit der Folge, dass das Unternehmen der in absehbarer Zukunft dringend benötigten Liquidität entblösst wurde und später nahe am Konkurs vorbeischrammte.

All dies mag im Interesse der dannzumaligen Aktionäre (oder zumindest einzelner unter ihnen) gewesen sein. Dem Unternehmensinteresse (und damit dem Interesse auch der übrigen Stakeholder) diene es sicher nicht.

cc) Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass es auch Massnahmen gibt, die sich *für das Aktionariat positiv* auswirken können, während sie *für die übrigen Beteiligten neutral* sind.<sup>19</sup>

16 Der Verfasser hat diese Fälle als Anwalt oder Organ der betroffenen Gesellschaften miterlebt. Er verzichtet daher auf eine Namensnennung.

17 Die Übung ist in der Folge – was eigentlich voraussehbar war – misslungen und abgebrochen worden, womit letztlich auch den Aktionären ein Bärendienst erwiesen wurde.

18 Und mit der Präzision eines Schweizer Uhrwerks auch bekamen.

19 So soll sich nach einer verbreiteten Ansicht der *Split von »schweren« Aktien*, d. h. von Aktien mit einem hohen Erwerbspreis, in mehrere Aktien mit tieferem Nennwert und daher auch tieferem Börsenkurs vorteilhaft auf den Börsenkurs auswirken, obwohl die Übung rechnerisch in einem Nullsummenspiel resultiert. (Der Wert des Unternehmens bleibt der gleiche, ebenso die *Quote*, mit welcher ein Investor am Unternehmensvermögen beteiligt ist. Nur findet sich die bisher in einer einzigen Aktie verkörperte Quote des Unternehmenswerts nach erfolgtem Split neu in einer Mehrzahl von Aktien reflektiert.)

Sodann wirkt es sich in aller Regel positiv aus, wenn die *Bollwerke gegen Übernahmeveruche*, die mit Hilfe der Einschränkung und Differenzierung von Aktionärsrechten durch Stimmrechtsbeschränkungen, Stimmprivilegien und

dd) Was lernt man daraus? Shareholder-Value ist – jedenfalls in der praktischen Umsetzung – ein *facettenreiches Konzept, das den übrigen Stakeholdern und der Allgemeinheit sowohl nützen wie auch schaden* oder das für diese *neutral* sein kann. Wird Mehrwert für die Aktionäre durch Mehrwert für das Unternehmen geschaffen, steht dies im Einklang mit den Interessen der übrigen Stakeholder und dient mithin auch dem Gemeininteresse. Anders liegen die Dinge, wenn der Mehrwert für die Aktionäre zum Nachteil des Unternehmens und damit auf Kosten aller übrigen Stakeholder forciert wird.<sup>20</sup>

Zu Recht hat denn auch der CEO (Chief Executive Officer) einer Schweizer Publikumsgesellschaft vor kurzem konstatiert:

»In unserer Wirtschaft gibt es ein fundamentales Problem. Aktionärsinteressen und Unternehmensinteresse haben sich entkoppelt, zumindest was die Zeitachse betrifft.«<sup>21</sup>

d) Zu postulieren ist daher ein »richtiger« Shareholder-Value-Ansatz, und ein solcher zielt – ganz im Einklang mit der »reinen Lehre«<sup>22</sup> – darauf, den Wert des Unternehmens *nachhaltig* zu steigern.

#### 4. *Stärken und Schwächen des Stakeholder-Value-Ansatzes*

a) Der Stakeholder-Value-Ansatz hat – wie erwähnt<sup>23</sup> – in den letzten Jahren massiv an Akzeptanz gewonnen.<sup>24</sup>

Übertragungserschwerungen im letzten Jahrhundert bei schweizerischen Publikumsgesellschaften zur Routine gehörten, geschleift werden. Eine Vielzahl von Schweizer Unternehmen hat dies denn auch in den letzten Jahren getan.

Für die übrigen Stakeholder wirken sich solche Massnahmen – zumindest vordergründig (vgl. aber nachstehend Anm. 20) – weder positiv noch negativ aus.

20 Genau besehen sind solche für die übrigen Stakeholder rechnerisch »neutralen« Massnahmen freilich auch für diese vorteilhaft: Gelingt es, den Aktienkurs zu steigern, dann verbessert dies die Position des Unternehmens am Kapitalmarkt. Es kann sich Fremdkapital zu günstigeren Bedingungen beschaffen. Vor allem aber ist es in der Lage, durch künftige Kapitalerhöhungen preiswerter zu neuem Eigenkapital zu kommen, da die neu zu platzierenden Aktien zu einem höheren Preis abgegeben werden können.

<sup>21</sup> Vgl. *Finanz und Wirtschaft* (FuW) vom 22. Oktober 2003 S. 17.

<sup>22</sup> Dazu vorn Anm. 12 und 13.

<sup>23</sup> Vgl. die Hinweise vorn bei Anm. 8 ff.

<sup>24</sup> Zwei Beispiele zur Popularität: Das Schweizer Wirtschaftsmagazin *Cash* besprach mit dem Titel »Die soziale Rolle der Unternehmen« auf einer ganzen Seite Bücher zu den Themen »Reputation Management«, »Ethik im Management«, »Unternehmerische Wohltaten: Last oder Lust?«, »Corporate Diplo-

Eine *Stärke* dieses Konzepts ist zweifellos, dass es die *Realität nicht verkürzt*, indem es *alle an einem Unternehmen legitimerweise Interessierten* berücksichtigt: Ein Unternehmen lebt nicht vom Geld allein, sondern – und sicher schwergewichtig – vom Einsatz aller *Mitarbeiter* und von der *Reputation*, die es in seinem Umfeld genießt:

- Es gibt kaum ein Unternehmen, welches in seinem *Jahresbericht* – verbunden mit einem Dank – nicht festhält, dass die Leistung der Mitarbeiter *das* entscheidende Kriterium für Erfolg sei. Und in den allermeisten Fällen wird dieses Bekenntnis nicht nur von PR-Beratern getextet worden sein, sondern der ehrlichen Überzeugung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung entsprechen.
- Am *Arbeitsmarkt* (und vor allem am Markt für Hochqualifizierte) ist Reputation wichtiger als temporäre finanzielle Attraktivität – jedenfalls dann, wenn man loyale Mitarbeiter sucht, was angesichts der hohen Investitionen in leitende Angestellte sicher Sinn macht.
- Auch die *Vertragspartner* – auf der Abnehmer- wie auf der Lieferantenseite – legen dem Ruf eines Unternehmens und dem Vertrauen in eine langfristige Beziehung oft entscheidenden Wert bei, obwohl es natürlich auch opportunistisches Verhalten gibt, das sich allein an den Bedingungen des konkreten Vertrages orientiert.
- Schliesslich ist es möglich, sich durch hohes Ansehen bei *politischen Instanzen* und im *sozialen Umfeld* den *Goodwill* zu verschaffen, den ein Unternehmen, welchem mit Skepsis begegnet wird, nicht erwarten darf.<sup>25</sup>

macy« und »How to change the world«, die sich alle mit der sozialen Verantwortung von Unternehmen befassen (*Cash* vom 3. März 2005 S. 39). Und das international wohl angesehenste populärwissenschaftliche Periodikum der Ökonomen, *The Economist*, widmete kürzlich eine Nummer dem Hauptthema »*The Good Company*«, worin es sich der »Corporate Social Responsibility« annahm (*The Economist* vom 25. Januar 2005).

- 25 Dieser Goodwill ist für Grossunternehmen von unschätzbarem Wert, sind sie doch – trotz aller wirtschaftlichen Macht – vielfach darauf angewiesen:
- auf den Goodwill der *Aufsichtsbehörden und anderen Verwaltungsinstanzen*, denen ein viel grösserer Entscheidungsspielraum zukommt, als man aufgrund des verwaltungsrechtlichen Legalitätsprinzips in der Praxis erwarten würde,
  - auf den Goodwill der *politischen Instanzen*, die durch einen »*Federstrich des Gesetzgebers*« die Voraussetzungen unternehmerischen Handelns von einem Tag auf den anderen grundlegend ändern können,
  - auf den Goodwill der *Zivilgesellschaft bzw. der NGOs* (Non Governmental Organizations), die berufen sind oder die sich jedenfalls berufen fühlen, die Interessen der Allgemeinheit zu wahren, und die in den letzten zwei Jahrzehnten enorm an Einfluss gewonnen haben (dazu auch nachstehend bei Anm. 35 f.).

Eine gute Reputation zu erlangen und zu erhalten, ist indes eine langwierige und nie abgeschlossene Aufgabe. WARREN BUFFET (der Guru der langfristig ausgerichteten Investoren) hat es auf den Punkt gebracht: »It takes twenty years to build a reputation – and five minutes to ruin it.«<sup>26</sup>

b) Nicht zu übersehen sind aber auch die *Schwächen* des Stakeholder-Value-Konzeptes:

- Das *Kriterium* ist »fuzzy«, es stellt keine klaren Massstäbe für die Beurteilung der Leistung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung bzw. – in deutscher Terminologie – Aufsichtsrat und Vorstand zur Verfügung: Nur zu leicht kann das Argument des Allgemeinwohls dazu gebraucht und missbraucht werden, schwache Leistungen der Unternehmensspitze zu beschönigen. Die Berufung auf die Interessen einer Mehrzahl von Gruppierungen, deren Ziele divergieren können, verunmöglicht eine klare Qualifikation der unternehmerischen Leistung.
- Sodann ist es letztlich *weltfremd*, wenn erwartet wird, Wirtschaftsführer an der Spitze von Publikumsunternehmen seien frei, in einer ganzheitlichen Würdigung der legitimen Interessen aller Betroffenen weise Entscheidungen zu fällen: Ohne den Zufluss von neuem Eigenkapital und damit ohne die Zustimmung der heutigen und potentieller künftiger *Aktionäre* kann ein Unternehmen längerfristig nicht überleben. Und bei den *Fremdkapitalgebern* – allen voran den Banken – sind die Zeiten ebenfalls vorbei, in denen sie sich als »Förderer des Gemeinwohls« zu legitimieren versuchten und Kreditentscheide in Rücksichtnahme auf das öffentliche Wohl rechtfertigten.<sup>27</sup> Der als »godfather« für ausgleichende Gerechtigkeit sorgende Unternehmensleiter wird freilich das Ende nicht miterleben, da er durch das Aktionariat seiner Funktion schon vorher enthoben worden ist.<sup>28</sup> Und

26 BUFFET hat denn auch in den von ihm beherrschten Unternehmen grossen Wert auf die Reputation gelegt. Den Angestellten von *Salomon Brothers* schrieb er: »Lose money for the firm and I will be understanding; lose a shred of reputation for the firm, and I will be ruthless.«

27 Damit kein Missverständnis aufkommt: Der Verfasser begrüsst diese Entwicklung, und es gibt in der Schweiz (und sicher auch in Deutschland) genügend Fallbeispiele für die nachteilige Auswirkung einer »schummerigen« Zielsetzung: die Stützung maroder Unternehmen (und – dies vor allem – ihrer Führungspersonen), die den Zusammenbruch nicht verhindert, sondern lediglich hinausgezögert hat mit der Folge, dass die Verluste umso grösser waren.

28 Vor zwei oder drei Jahrzehnten war dies in der Schweiz noch anders: Damals war – auch bei Publikumsgesellschaften – sowohl die Bildung wie auch die Auflösung stiller Reserven fast schrankenlos zulässig. Unternehmensleiter hatten dadurch einen weiten Spielraum für die Gestaltung des jeweiligen Jahresergebnisses (zumindest so lange, als die stillen Reserven nicht aufgezehrt waren). Diese Zeiten sind heute (zu Recht) vorbei: Die Berichterstattung aufgrund einer

wenn es ihm gelingt, die Leidenszeit unternehmerischen Niedergangs auszusitzen, wird er sich darüber nicht freuen: Dem Unternehmenskonkurs folgen nämlich heute in der Schweiz fast so sicher wie das Amen in der Kirche *Verantwortlichkeitsprozesse*, die sich – begründet oder nicht – über Jahre und Jahrzehnte dahinziehen und so den Lebensabend und oft auch die Hoffnung der nächsten Generation auf eine Erbschaft verdüstern werden.<sup>29</sup>

##### 5. Mehr Gemeinsamkeiten als erwartet

a) Die Vertreter des Stakeholder-Value- und des Shareholder-Value-Ansatzes scheinen unversöhnliche Antipoden zu sein. Bei näherem Zusehen entpuppt sich aber, dass die *Gegensätze nicht so gross sind, wie angesichts der erbitterten Grabenkämpfe zu erwarten wäre*:

- Der *Shareholder-Value-Ansatz* verkennt nicht, dass *Mehrwert für die Aktionäre* letztlich nur dann geschaffen werden kann, wenn die Gesellschaft gute Mitarbeitende gewinnen kann, wenn sie bei ihren Kunden und Lieferanten anerkannt ist und es ihr – jedenfalls bei Grossunternehmen – gelingt, ein unternehmensfreundliches politisches und gesellschaftliches Umfeld zu sichern.
- Umgekehrt ignoriert der *Stakeholder-Value-Ansatz* nicht, dass *Gewinne* der Nährboden einer jeden unternehmerischen Tätigkeit und dadurch auch die Basis für eine Förderung aller am Unternehmen Interessierten sind.

b) Eine weitgehende Konvergenz ergibt sich, wenn nicht auf die Interessen der von einer Entscheidung momentan Betroffenen abgestellt wird, sondern auf die *Gruppe der betreffenden Stakeholder* an sich: auf die – *langfristigen* – Interessen des Aktionariats, der Arbeitnehmerschaft und des gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Umfeldes schlechthin. Die Einzelinteressen der zurzeit in

»*true and fair view*« bzw. einer »*fair representation*« ist (auch) in der Schweiz allgemein anerkannt und börsennotierten Gesellschaften durch die Notierungsvorschriften zwingend auferlegt.

29 Das schweizerische Recht kennt eine sehr weit gehende – mit deutschen Verhältnissen nicht vergleichbare – persönliche Verantwortung der Mitglieder des Verwaltungsrates (des Aufsichtsrates) und der Geschäftsleitung (des Vorstandes). Diese haften solidarisch für *allen Schaden*, »*den sie durch absichtliche oder fahrlässige Verletzung ihrer Pflichten verursachen*« (OR 754 Abs. 1). Eine strenge – und gelegentlich auch selbstgerechte – Umsetzung dieser Regel durch die Gerichte hat hieraus ein Damoklesschwert für diejenigen gemacht, die bereit sind, in einem Unternehmen, das sich in schwieriger Lage befindet, Verantwortung zu übernehmen oder zu behalten. Dies kann – es sei am Rande erwähnt – zu einem *risikoaversen Verhalten* führen, welches weder im Interesse der Aktionäre noch in dem der übrigen *Stakeholder* ist.

einem Unternehmen präsenten Aktionäre oder Arbeitnehmer, aber auch die akuten wirtschaftspolitischen Probleme müssen zurückstehen hinter den *grundsätzlichen Anliegen der jeweiligen Interessengruppe* – mit durchaus einschneidenden Konsequenzen:

- *Aktionäre* müssen auf einen in greifbarer Nähe liegenden kurzfristigen Gewinn verzichten, wenn dadurch der nachhaltige Ertrag verbessert wird.<sup>30</sup>
- *Arbeitnehmer* müssen in Kauf nehmen, dass Stellen abgebaut werden, wenn die langfristige Entwicklung des Unternehmens dies verlangt, und zwar selbst dann, wenn es sich eine Gesellschaft aufgrund ihrer aktuellen Ertragslage leisten könnte, Arbeitsplätze zu sichern.<sup>31</sup>
- Der *Allgemeinheit* schliesslich ist besser gedient, wenn ein Unternehmen auf Dauer prosperiert, als wenn es kurzfristig die Strukturhaltung unterstützt<sup>32</sup> oder wenn es umgekehrt durch die »Einsparung« von Arbeitsplätzen den Aktienkurs vorübergehend in die Höhe treibt.

c) Eine Konvergenz der Interessen aller Beteiligten ergibt sich, wenn Leitlinie der Unternehmensführung das *Unternehmensinteresse* ist – verstanden als das Interesse an einer *nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswertes*. Eine solche Wertsteigerung nützt allen Beteiligten, soweit man sie als Gruppe versteht und sich nicht auf die Einzelinteressen der derzeitigen Akteure ausrichtet.

d) Die *Harmonie* zwischen einer *einzelnen* Interessengruppe (den Aktionären) und den Allgemeininteressen ist freilich *nicht in jedem Fall* gegeben. Es kann durchaus sein, dass sich ein Verhalten des Unternehmens im Interesse der Allgemeinheit – auch in einer langfristigen Optik – für die Kapitalgeber nicht auszahlt. In solchen Fällen sollte man realistisch sein und darauf verzichten, Unternehmen auf ihre »soziale Verantwortung« und ihre Leiter auf

30 Zu Recht hat denn auch der CEO eines grossen Schweizer Unternehmens die kritische Frage nach der zu wenig Euphorie Anlass bietenden Entwicklung des Aktienkurses seines Unternehmens mit dem Hinweis pariert, seine Aufgabe sei es nicht, ständig auf den Aktienkurs zu schießen, sondern das Unternehmen nachhaltig zu fördern.

31 Doch dürfen Arbeitnehmer erwarten, dass ein allfälliger Arbeitsplatzabbau in sozialverantwortlicher Art geschieht. Dies liegt (auch) im Sinne des Unternehmens selbst, da es ein eminentes Interesse daran hat, seinen Ruf als guter Arbeitgeber zu fördern. Und die Rücksicht auf den guten Ruf kann es auch als geboten erscheinen lassen, auf die Einsparung von Lohnkosten zu verzichten, um sich die Loyalität der Mitarbeitenden zu erhalten.

32 Ziel eines privatwirtschaftlichen Unternehmens kann es nicht sein, Arbeitsplätze zu *erhalten*, sondern – in einer längerfristigen Betrachtung – solche zu *schaffen*. – Der Verfasser erinnert sich an diese Aussage des Vorstandsvorsitzenden der Deutschen Bank in einer Zeit, als er noch in der Schweiz tätig war.

ein »soziales Gewissen« einzuschwören.<sup>33</sup> Das »*bonum commune*« ist vielmehr – wenn es nicht, wie hoffentlich zumeist und sicher häufiger als von den Apologeten staatlicher Regulierungen zugestanden, mit den Individualinteressen der Leistungserbringer zur Übereinstimmung gebracht werden kann – durch *staatliche Regeln* oder allenfalls mittels branchenweiter *Selbstregulierung*<sup>34</sup> abzusichern.

Von privatwirtschaftlichen Unternehmen, die sich im Besitz eines breit gestreuten Aktionariats befinden, zu erwarten, dass sie – von Ausnahmesituationen abgesehen – auf die Erzielung von Gewinnen zugunsten der Allgemeinheit verzichten, ist *blauäugig und letztlich auch unehrlich*. Die *Vermischung der Sphären* mag zwar kurzfristig für beide Seiten attraktiv sein – für den *Staat*, weil er Kosten spart, indem er eine ungeliebte Aufgabe in der Hand der Privatwirtschaft belässt, für die *Privaten*, weil sie dadurch dem Korsett staatlicher Regulierung entgehen können. Aber längerfristig dient sie keiner der beiden Seiten, weil die Stunde der Wahrheit irgendwann die von Kommunikationsberatern hüben und drüben wohlklingend formulierten *Statements* entlarven wird.

e) Allzu pessimistisch braucht man indes nicht zu sein: Ein zentraler Faktor des Unternehmenserfolges, welcher – freilich ohne in der Bilanz zu erscheinen – allen Beteiligten zugute kommt, ist (es wurde erwähnt) die *Reputation*, und diese lässt sich nur in einem langfristigen Bemühen erwerben und aufrecht erhalten, einem Bemühen, das die Interessen aller Betroffenen berücksichtigt.<sup>35</sup>

Da die volkswirtschaftlich bedeutsamen Unternehmen aufgrund des in den letzten Jahren stark gewachsenen *öffentlichen Interesses an Wirtschaftsfragen*, der exponentiell gestiegenen *Transparenz* und des *Aktivismus der NGOs* mit ihrem enormen Einfluss auf Konsum und Politik heute im Rampenlicht des

33 Dies immer mit dem Vorbehalt, dass auch juristische Personen mit Anstand durchs Leben gehen sollen, was sie letztlich – wenn die Entscheidungen rational getroffen werden – in ihrem Eigeninteresse auch tun werden. Eine *Good Corporate Citizenship* braucht daher kein Schlagwort zu sein – und soll es auch nicht, auch nicht im Lichte eines Shareholder-Value-Ansatzes.

34 Diese erfolgt ihrerseits wieder unter dem Patronat des Staates, wenn privat entwickelte Regelwerke zu ihrer Verbindlichkeit der staatlichen Genehmigung bedürfen. So ermächtigt das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) in Art. 8 Abs. 1 die Börse zum Erlass eines Reglements über die Zulassung von Effekten zum Handel (Kotierungsreglement), welches von der Eidgenössischen Bankenkommision (EBK) als Aufsichtsbehörde (BEHG 34) zu genehmigen ist (BEHG 4 Abs. 2).

35 Vgl. statt aller HANS CASPAR VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft, Zeitschrift für Schweizerisches Recht [ZSR] NF [Neue Folge] 119 (2000) II S. 237 ff., insb. 259 ff. Vgl. auch die Zitate vorn bei und in Anm. 26.

*Infotainment* stehen, tun sie in ihrem ureigenen Interesse – und dem ihrer Aktionäre – gut daran, sich sozial verantwortungsbewusst (und umweltschonend) zu verhalten. So können sie verhindern, dass der Gesetzgeber das regulatorische Korsett enger schnürt,<sup>36</sup> dass NGOs Retorsionsmassnahmen ergreifen und dass Konsumenten ihre Produkte im Regal stehen lassen. Die Geschichte von Konzernen, die aufgrund skrupelloser Geschäftspraktiken gescheitert sind (von Enron bis Parmalat), aber auch solcher, die sich unter dem Druck der Öffentlichkeit vom Saulus zum Paulus gewandelt haben und daraus Honig saugen konnten (von Shell bis Nike), zeigt dies eindrücklich.

f) *Fazit*: Soziale Verantwortung (und eine schonungsvolle Nutzung von Umweltressourcen) ernst zu nehmen, ist *nicht Gutmenschentum*, sondern *dem Shareholder-Value förderlich*, weil dadurch der *Unternehmenswert* und so auch der Wert einer jeden einzelnen Aktie (die ja vermögensmässig nichts anderes verkörpert als eine Quote des Unternehmenswertes) *gesteigert* wird. Damit ist man – nach den intensiven Diskussionen der letzten 15 Jahre – »*back to square one*«: Strategie und Taktik grosser Aktiengesellschaften müssen darauf ausgerichtet sein, den *Unternehmenswert nachhaltig zu steigern*.<sup>37</sup>

## II. Back to the Roots: das Unternehmensinteresse als Leitlinie für börsennotierte Unternehmen

Juristen und Ökonomen sprechen – obschon sie sich in der modischen und im Wirtschaftsrecht unverzichtbaren *ökonomischen Analyse des Rechts*<sup>38</sup> näher gekommen sind – nicht die gleiche Sprache. Daher wurde bisher kaum bemerkt, dass die Shareholder-/Stakeholder-Value-Diskussion auch – und sogar viel früher – in der Jurisprudenz geführt worden ist, wenn auch mit anderer Terminologie:

36 Wie drastisch die Reaktion des Gesetzgebers sein kann, zeigt die Antwort auf den *Enron-Skandal*: der *Sarbanes-Oxley Act* von 2002, der amerikanischen Publikumsgesellschaften und ihren Top-Managern enormen Mehraufwand verursacht.

37 Genau diese Verpflichtung findet sich übrigens im Deutschen Corporate Governance Kodex (Fassung vom 21. Mai 2003) Ziff. 4.1.1. Danach ist der Vorstand »an das Unternehmensinteresse gebunden und der Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes verpflichtet«.

38 Vgl. statt aller den Klassiker von RICHARD A. POSNER, *Economic Analysis of Law* (S. A. Boston/Toronto 1997). Ausschnitte aus diesem Werk bzw. einer Voraufgabe finden sich in Übersetzung bei HEINZ-DIETER ASSMANN/CHRISTIAN KIRCHNER/ERICH SCHANZE (Hrsg.), *Ökonomische Analyse des Rechts* (Kronberg/Ts. 1978).

1. *Das Interesse des »Unternehmens an sich« – der klassische Fokus aktienrechtlicher Tätigkeit im Lichte der juristischen Lehre*

a) Vor einem halben Jahrhundert (und zuvor) war in der Schweiz (wie auch andernorts) die These herrschend, die Leitungsorgane einer Aktiengesellschaft hätten die Pflicht, die Interessen des »Unternehmens an sich« zu fördern. So wurde in der Einleitung eines der wenigen Kommentare zum Schweizer Aktienrecht aus jener Zeit blumig erklärt, es bestehe *kein Zweifel*, dass das schweizerische Aktienrecht im Interesse der »grossen Gemeinschaft von Aktionären, Gläubigern und (in einem gewissen Umfange) Angestellten und Arbeitern den Schutz der Unternehmung, d. h. des der AG zugrunde liegenden Wirtschaftskörpers anstrebt«. <sup>39</sup>

b) Der prominenteste Vertreter eines am Unternehmensinteresse orientierten Wertmassstabes Mitte der 50er Jahre war WALTER SCHLUEP, <sup>40</sup> der darin einen Ausgleich zwischen individualistischen, überindividualistischen und transpersonalen Werten erkennt: <sup>41</sup>

»Die dauernde Sicherung des gewinnerzielenden Unternehmens liegt im Interesse sowohl der Aktionäre – der gegenwärtigen wie der zukünftigen – als auch im Interesse der Gesellschaft, ja sogar der Allgemeinheit: der Volkswirtschaft, der Gläubiger, der Arbeitnehmer.« <sup>42</sup>

Gegen diese seines Erachtens »geradezu privatrechtswidrige« und »dogmatisch verfehlte Zuflucht zu einem Interessengegensatz Aktionär/Unternehmen« hat sich damals freilich mit Vehemenz ROLF BÄR gewendet. Für ihn sind massgebende Kriterien für die Interessenbeurteilung der *typische Gesell-*

39 GOTTFRIED WEISS, Zum Schweizerischen Aktienrecht (Bern 1968) N 153. Die Darstellung erschien ursprünglich 1956 als Einleitung zum Berner Kommentar zum Aktienrecht. Kritisch allerdings schon zu jener Zeit der Verfasser des zweiten grossen Kommentarwerks zum damaligen Schweizer Aktienrecht, ALFRED SIEGWART, im Zürcher Kommentar zu OR 620–659 (Zürich 1945) Einleitung N 217 f. Doch anerkennt auch SIEGWART, dass sich in der Aktiengesellschaft die Interessen »der Aktionäre, dann die der Gläubiger verschiedener Art, weiter die der Arbeitnehmer und endlich die der Allgemeinheit« verbinden, a. a. O. N 215. Vgl. zur Thematik statt vieler CLAUDE LAMBERT, Das Gesellschaftsinteresse als Verhaltensmaxime des Verwaltungsrates der Aktiengesellschaft (Diss. Zürich 1992 = Abhandlungen zum Schweizerischen Recht 535). LAMBERT betont seinerseits, dass die Zielsetzung, die Gesellschaftsinteressen zu wahren, für sich allein nicht genügt, sondern dass sie inhaltlich zu konkretisieren ist. Eine solche Konkretisierung wird auch in dieser Skizze versucht.

40 So vor allem in seiner Monographie »Die wohlverworbenen Rechte des Aktionärs« (Diss. St. Gallen, Zürich 1955) insb. S. 400 ff.

41 SCHLUEP (Anm. 40) S. 362 ff.

42 SCHLUEP (Anm. 40) S. 401.

*schaftszweck* – im Sinne eines wirtschaftlichen Erwerbszwecks – und die Figur des *typischen Aktionärs*:

»Typisch ist es für eine AG ..., wenn die ›anonymen‹ Gesellschafter von der Gesellschaft nichts anderes erwarten als Anlage und Ertrag.«<sup>43</sup>

c) Bei aller Konsequenz, mit welcher BÄR und SCHLUEP ihre Kontroverse ausfochten, darf nicht übersehen werden, dass die beiden Positionen – nicht unähnlich der Shareholder-/Stakeholder-Diskussion des letzten Jahrzehnts – *mehr gemeinsam* haben dürften als auf den ersten Blick erkennbar:

- BÄRS »typischer Aktionär« ist nicht »der nur auf kurzfristigen Spekulationserfolg, sondern überdies auf eine wertbeständige Anlage Bedachte«.<sup>44</sup> Das Element der *Langfristigkeit* ist daher BÄRS These immanent. Um ein in der Lehre immer wieder gebrauchtes Bild zu wiederholen: Der typische Aktionär ist nach BÄR (und anderen Autoren, die ähnliche Ansichten vertreten) der Bauer, der seine Milchkuh hegt und pflegt, damit sie möglichst lange und zuverlässig Milch gibt, und nicht der Beerensammler, der den gefundenen Platz gnadenlos aberntet, bevor er ihn verlässt, da die Überreste anderen zukommen würden, an deren Wohlergehen ihm nicht gelegen ist.
- SCHLUEP seinerseits betont die Bedeutung des *Gewinns*, und er lehnt alle Thesen ab, die privatwirtschaftliche Unternehmen auch in den Dienst eines *öffentlichen* Interesses stellen wollen.

## 2. Die höchstrichterliche Schweizer Gerichtspraxis

a) Das Schweizerische Bundesgericht – das höchste Gericht der Schweiz, das endgültig auch in aktienrechtlichen Fragen entscheidet, soweit nicht ein Weiterzug an den Europäischen Gerichtshof für Menschenrechte möglich ist – hat dem *Schutz des »Unternehmens an sich«* schon früh einen hohen Stellenwert eingeräumt. Noch unter dem alten Obligationenrecht von 1881 betonte es, das Aktienrecht ziele

»nicht einseitig nur auf Schutz der Interessen der Aktionäre und Gläubiger, sondern vor allem auch auf Schutz der Aktienunternehmung selber ..., im Sinne der Erleichterung ihrer Bildung, ... Gewährleistung ihrer Bewegungsfreiheit und Existenz in schweren Zeiten, 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 ...«<sup>45</sup>

43 ROLF BÄR in ZSR NF 85 (1966) II S. 514.

44 BÄR (Anm. 43) S. 515.

45 Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts (BGE) 51 (1925) II S. 427, vgl. auch BGE 53 (1927) II S. 231.

Daher 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.«<sup>46</sup>

Auch in späteren Entscheiden hat das Bundesgericht immer etwa wiederholt, in Zweifelsfällen müsse das Interesse der Gesellschaft vor den persönlichen Vorteil und den Eigennutzen einzelner Aktionäre gestellt werden.<sup>47</sup> Gleichzeitig hat es in neuerer Zeit allerdings vermehrt betont, dass letztlich die *Aktionärsmehrheit* das Sagen habe:

»Mit dem Eintritt in die Gesellschaft unterwirft der Aktionär sich bewusst dem Willen der Mehrheit und anerkennt, dass diese auch dann bindend entscheidet, wenn sie nicht die bestmögliche Lösung trifft und ihre eigenen Interessen unter Umständen denjenigen der Gesellschaft und einer Minderheit vorgehen lässt.«<sup>48</sup>

Doch ging es bei diesen Urteilen weniger um eine Gegenüberstellung der Partikularinteressen des Aktionariats und der übergreifenden Interessen der Gesellschaft, sondern um eine Ausmarchung *innerhalb* des Aktionariats, zwischen Mehrheit und Minderheit.<sup>49</sup>

b) Ausdrücklich hat die höchstrichterliche Praxis überdies bestätigt, dass das Recht des Aktionärs auf gewinnstrebiges Handeln *keineswegs im Sinne einer kurzfristigen Gewinnstrebigkeit* zu verstehen sei. Der Aktionär habe zwar

»... Anspruch darauf, dass die Gesellschaft sich bestrebt, mit den zur Verfügung stehenden Mitteln Gewinne zu erzielen. Dieses Recht des Aktionärs wird indessen durch das weitgehende Ermessen der Gesellschaft, welche neben der Gewinnerzielung auch andere Interessen (z. B. Existenzsicherung der Arbeitnehmer, Investitionen) wahrzunehmen hat, eingeschränkt. Der einzelne Aktionär muss sich demnach damit abfinden, dass die Gesellschaft (nach dem Willen der Mehrheit der Aktionäre) aus sachlichen Gründen eine Gesellschaftspolitik betreibt, die nur auf lange Sicht gewinnbringend ist.«<sup>50</sup>

c) Die These, die Leitungsorgane von Aktiengesellschaften – jedenfalls von *Publikumsgesellschaften* mit volkswirtschaftlicher Bedeutung – hätten sich am

46 BGE 59 (1933) II S. 48.

47 Vgl. die Überlegungen in BGE 72 (1946) II S. 306.

48 Vgl. BGE 99 (1973) II S. 62.

49 Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung darf der Richter in einem solchen Konflikt nur einschreiten, »wenn die Mehrheitsaktionäre ihre Macht ... im Hinblick auf entgegengesetzte Interessen der Minderheitsaktionäre offensichtlich missbraucht haben«, a. a. O.

50 BGE 100 (1974) II S. 393 Erwägung 4, im gleichen Sinne auch schon BGE 54 (1928) II S. 28.

langfristigen wirtschaftlichen Interesse des Unternehmens zu orientieren, dürfte daher auch vom Bundesgericht akzeptiert sein.<sup>51</sup>

### 3. Die gesetzliche Ordnung

a) Eine explizite Stellungnahme zu den unternehmerischen Zielen, die börsennotierte Aktiengesellschaften zu verfolgen haben, enthält das schweizerische Recht nicht. Wohl aber gibt es eine Reihe von *Indizien*, von denen im vorliegenden Zusammenhang drei genannt seien:

b) Zunächst findet sich im Schweizer Aktienrecht *keinerlei Verpflichtung zugunsten der Allgemeinheit*, wie sie sich etwa im deutschen Aktienrecht von 1937 fand, wonach die Unternehmensleitung (der Vorstand)

»... unter eigener Verantwortung die Gesellschaft so zu leiten [hat], wie das Wohl des Betriebs und seiner Gefolgschaft und der gemeine Nutzen von Volk und Reich es fordern«,<sup>52</sup>

eine *Verpflichtung auf das übergeordnete Gesamtinteresse*, die übrigens auch dem geltenden deutschen Recht nicht fremd ist.<sup>53</sup>

Eine vergleichbare *Sozialpflichtigkeit von aktienrechtlich organisierten Unternehmen* gibt es im schweizerischen Aktienrecht nicht, auch nicht für grosse, volkswirtschaftlich bedeutende Gesellschaften.<sup>54</sup>

c) Doch enthält das Schweizer Aktienrecht eine Bestimmung, die man mit Fug als eine Leitlinie für die *Ausrichtung auf die Unternehmensinteressen* verstehen kann. OR 717 Abs. 1 regelt die Sorgfalts- und Treuepflicht der Mit-

51 Zwar fehlen neueste Entscheide, doch weist nichts darauf hin, dass das Bundesgericht in dieser Frage seine Meinung ändern könnte.

52 § 70 des Gesetzes über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (AktG) vom 30. Januar 1937.

53 Nach dem Wortlaut des geltenden § 76 AktG vom 6. September 1965 hat der Vorstand die Gesellschaft »unter eigener Verantwortung« zu leiten, was nach herrschender Lehre und Rechtsprechung bedeutet, dass der Vorstand Leitungsentscheide nach eigenem Ermessen in sachgerechter Wahrnehmung der in der Gesellschaft zusammentreffenden Interessen der Aktionäre, der Arbeitnehmer wie der Öffentlichkeit treffen muss. Damit ist es ihm auch nach geltendem Recht untersagt, sich allein an den Aktionärsinteressen zu orientieren (vgl. statt aller UWE HÜFFER, Aktiengesetz [5. A. München 2002] § 76 N 12).

54 Dies heisst nicht, dass Grossunternehmen nicht sehr wohl gesamtwirtschaftliche Überlegungen in ihre Entscheidungsfindung einfliessen lassen dürfen und müssen, vgl. vorn bei Anm. 35 f. In der Praxis spielt denn auch – so die persönliche Erfahrung des Verfassers – bei Unternehmensentscheiden deren Auswirkung auf die Mitarbeitenden und das politische Umfeld keine geringere Rolle als der Blick auf die mutmassliche Entwicklung des Aktienkurses, welcher sich ohnehin allzu oft irrational und anders als erwartet bewegt.

glieder des Verwaltungsrates (des Aufsichtsrates) und der Geschäftsleitung (des Vorstandes)<sup>55</sup> wie folgt:

»Die Mitglieder des Verwaltungsrates sowie Dritte, die mit der Geschäftsführung befasst sind, müssen ihre Aufgaben mit aller Sorgfalt erfüllen und die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen wahren.«

Von den Interessen der *Gesellschaft* ist also die Rede, nicht von denen (nur) der Aktionäre. Dass dies nicht Zufall ist, zeigt sich darin, dass im zweiten Absatz desselben Artikels das Aktionariat ausdrücklich angesprochen wird: Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitglieder

»haben die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.«<sup>56</sup>

Dass die Interessen von Aktionariat und Gesellschaft nach der Vorstellung des Schweizer Gesetzgebers nicht immer kongruent sein müssen, wird dadurch bestätigt, dass das Schweizer Aktienrecht neben den Shareholdern explizit auch andere Stakeholder erwähnt. So sieht OR 673 die Bildung von Reserven »zu Wohlfahrtszwecken für Arbeitnehmer«<sup>57</sup> vor. Diese Bestimmung mag

55 In der Praxis von Publikumsgesellschaften ist der Schweizer Verwaltungsrat irgendwo zwischen Vorstand und Aufsichtsrat nach deutschem Recht angesiedelt. Er hat die *strategischen* und die *grundlegenden personellen* Entscheide zu treffen, und er ist überdies verantwortlich für die *Organisation* und die *Kontrollstruktur*. Auf der *taktischen Ebene* trägt ein Organ die Verantwortung, das als Geschäfts- oder Konzernleitung oder als Direktion bezeichnet wird und das nur dann eingesetzt werden kann, wenn das Aktionariat (durch Beschlussfassung über die Statuten [die Satzung]) dies ermöglicht und der Verwaltungsrat (im Organisationsreglement, in welchem die Geschäftsführung zu ordnen ist) von dieser Kompetenz zur Delegation Gebrauch gemacht hat. Ansonsten trägt der Verwaltungsrat als Kollektivorgan die Verantwortung für die Geschäftsführung, was bei einer Gesellschaftsform, die für Grossunternehmen konzipiert ist, eigentlich erstaunt. In der Praxis findet sich aber bei durchwegs allen Aktiengesellschaften (selbst bei den Kleingesellschaften, die in der Schweiz – ganz im Gegensatz zu Deutschland – vorherrschen) eine *Ermächtigung zur Kompetenzdelegation*, und in grösseren Unternehmen – und mit Sicherheit bei allen börsennotierten Gesellschaften – wird davon ausnahmslos Gebrauch gemacht. Dadurch ist die Führungsstruktur eines in der Form der Aktiengesellschaft begründeten schweizerischen oder deutschen Unternehmens vergleichbar – mit dem grundlegenden Unterschied freilich, dass in der Schweiz der Verwaltungsrat die wesentlichsten unternehmerischen Entscheidungen in eigener Verantwortung zu treffen hat, während sich der deutsche Aufsichtsrat – getreu seiner Bezeichnung – auf Überwachungskompetenzen (neben seiner Verantwortung für personelle Grundsatzentscheide) konzentriert.

56 Vgl. dazu statt vieler CLAIRE HUGUENIN, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht (Habil. Zürich 1994); ERIC HOMBURGER im Zürcher Kommentar zu OR 707–726 (Zürich 1997) OR 717 N 1 ff. (mit umfassenden Literaturangaben S. 234).

57 So der Randtitel.

heute angesichts der ausgebauten staatlichen wie unternehmenseigenen Vorsorgeeinrichtungen antiquiert sein, die Optik des Gesetzgebers gibt sie aber treffend wieder:

»Die Statuten können insbesondere auch Reserven zur Gründung und Unterstützung von Wohlfahrtseinrichtungen für Arbeitnehmer des Unternehmens vorsehen.«<sup>58</sup>

Die Förderung von Institutionen, die im Interesse der Arbeitnehmer errichtet werden, geht zwangsläufig auf Kosten des ausgewiesenen und an die Aktionäre ausschüttbaren<sup>59</sup> Gewinns. Die Erwähnung des Interesses der Arbeitnehmer im *Aktienrecht* (und nicht nur bei der Regelung des Arbeitsverhältnisses) kann mit gutem Grund als *Reverenz des Gesetzgebers* – der sich dessen freilich nicht bewusst gewesen sein mag – *an den Stakeholder-Value-Ansatz* gewertet werden.

d) *Andererseits*: Dass es das *Endziel* einer jeden Aktiengesellschaft sein muss, *Gewinne zu erwirtschaften*, erscheint dem Gesetzgeber als derart selbstverständlich, dass er dies in der Legaldefinition der Aktiengesellschaft nicht einmal explizit erwähnt. Vielmehr empfindet er es als wesentlich zu sagen, dass von dieser Zielsetzung *ausnahmsweise* – aber nur mit Zustimmung *aller* Aktionäre<sup>60</sup> – auch *abgewichen* werden kann. OR 620 Abs. 3 bestimmt:

»Die Aktiengesellschaft kann *auch* für andere als wirtschaftliche Zwecke gegründet werden.«<sup>61</sup>

Dass Aktiengesellschaften gewinnstrebig wirtschaften sollen, ergibt sich auch aus weiteren Gesetzesbestimmungen, so aus OR 660 Abs. 1:

»Jeder Aktionär hat Anspruch auf einen verhältnismässigen Anteil am Bilanzgewinn ...«

Und noch eindeutiger ist die Regelung des Rechts, Generalversammlungsbeschlüsse (Hauptversammlungsbeschlüsse) anzufechten: Nach OR 706 Abs. 2 Ziff. 4 kann jeder einzelne Aktionär – unabhängig vom Umfang seiner Kapitalbeteiligung<sup>62</sup> – deren Beschlüsse anfechten, wenn sie

58 Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass das Schweizer Aktienrecht 1992 revidiert, die erwähnte Bestimmung aber – abgesehen von zwei terminologischen Anpassungen – unverändert beibehalten worden ist. Es handelt sich also nicht einfach um ein Relikt aus alter Zeit, sondern um ein Indiz für die Optik auch des modernen Gesetzgebers.

59 Dividenden dürfen – so OR 675 Abs. 2 – »nur aus dem Bilanzgewinn und aus hierfür gebildeten Reserven ausgerichtet werden«.

60 Dazu sogleich nachstehend bei Anm. 62.

61 Hervorhebung hinzugefügt.

62 Also auch dann, wenn er nur eine einzige Aktie besitzt.

»die Gewinnstrebigkeit der Gesellschaft ohne Zustimmung sämtlicher Aktionäre aufheben«.

e) Der Gesetzgeber hat zudem klar gemacht, dass ihm eine *langfristige, nachhaltige Geschäftsstrategie und -politik* vorschwebt:

So sieht OR 669 Abs. 3 die Bildung von – mittlerweile bei börsennotierten Gesellschaften freilich zu Recht verpönten<sup>63</sup> – *stillen Reserven* vor,

»soweit die Rücksicht auf das dauernde Gedeihen des Unternehmens ... es unter Berücksichtigung der Interessen der Aktionäre rechtfertigt«.

Und die Generalversammlung ist gemäss OR 674 Abs. 2 befugt, die zusätzliche Bildung von weder gesetzlich noch statutarisch vorgesehenen *weiteren Reserven* zu beschliessen, soweit

»die Rücksicht auf das dauernde Gedeihen des Unternehmens ... es unter Berücksichtigung der Interessen aller Aktionäre rechtfertigt«.

f) Diese *langfristige Orientierung* – immer unter Berücksichtigung der legitimen Interessen des Aktionariats – ist von der Gerichtspraxis auch mehrfach bestätigt worden.<sup>64</sup>

### III. Die Ausrichtung auf das Unternehmensinteresse – ein valabler Ansatz zum Ausgleich divergierender Standpunkte

#### I. Die Fokussierung auf das Unternehmensinteresse: sachgerecht und rechtskonform

a) Der Shareholder- wie auch der Stakeholder-Ansatz beanspruchen beide für sich, zugunsten *aller* an einem Unternehmen Beteiligten das beste Resultat zu erzielen. Unterschiedlich sind nur (aber immerhin) die Wege, wie das im Ergebnis übereinstimmende Ziel erreicht werden soll:

– Das *Shareholder-Value-Konzept* geht davon aus, dass die Ausrichtung ausschliesslich auf den Aktionärsnutzen als Nebeneffekt – nicht primär beabsichtigt, aber durchaus erwünscht – optimale Ergebnisse auch für die Mitarbeitenden und alle weiteren Stakeholder (einschliesslich der Allgemeinheit) schafft.

63 Gemäss Art. 66 des Kotierungsreglements der Schweizer Börse SWX Swiss Exchange (in der seit 1. Januar 2005 geltenden, aber auch schon in der früheren Fassung) sind die Ermittenten verpflichtet, ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zu vermitteln.

64 BGE 100 (1974) II S. 393 Erwägung 4; BGE 54 (1928) II S. 28.

– Umgekehrt vertreten die Apologeten des *Stakeholder-Value-Ansatzes*, dass eine ausgewogene Berücksichtigung aller an einem Unternehmen interessierten Gruppen letztlich auch für den Aktionär die besten Resultate bringt. Eine *Harmonisierung* dieser auf den ersten Blick *diametral entgegengesetzten* Ansätze ergibt sich nach der Überzeugung des Verfassers, wenn das *Unternehmens- oder das – hier gleichgesetzte – Gesellschaftsinteresse* die Leitlinie für das Handeln der Unternehmensspitze (also von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung in schweizerischer, von Aufsichtsrat und Vorstand in deutscher Terminologie<sup>65</sup>) ist. *Prosperiert ein Unternehmen, dann kann es attraktiver Arbeitgeber und verlässlicher Vertragspartner sein, aber auch hohe Renditen für die Investoren erwirtschaften.* Konzentriert es sich dagegen darauf, möglichst hohe Dividenden auszuschütten, dann untergräbt es seine Fähigkeit zur *Selbstfinanzierung* künftigen Wachstums. Versteift es sich *à tout prix* auf den Erhalt von Arbeitsplätzen, dann stellt es seine Wettbewerbsfähigkeit in Frage. Und kaprizieren sich die Unternehmensleiter auf der strategischen oder gar taktischen Ebene darauf, *staatspolitisch* zu denken und zu entscheiden, dann setzen sie zugunsten ihrer eigenen Glorie die Interessen sowohl der Kapitalgeber wie auch der Arbeitnehmer aufs Spiel.

b) Die Ausrichtung auf das Unternehmensinteresse ist daher sachgerecht. Sie entspricht aber auch – wie gezeigt<sup>66</sup> – dem Konzept des Schweizer Gesetzgebers, der Gerichtspraxis und der wohl herrschenden Lehre.

## 2. Konkretisierungen

Der Maxime, bei der Unternehmensführung das *Gesellschaftsinteresse* ins Zentrum zu stellen, ist vorgeworfen worden, sie sei *zu abstrakt und blutleer*, um als materielle Zielvorgabe dienen zu können.<sup>67</sup> Aufgrund der vorstehenden Ausführungen bieten sich folgende *Präzisierungen und Konkretisierungen* an:

a) Die Verfolgung von Unternehmens- bzw. Gesellschaftsinteressen bedeutet Wahrnehmung von *Privatinteressen*. *Öffentliche Aufgaben* wahrzunehmen und das *Gemeinwohl zu fördern* kann nicht das Ziel privatwirtschaftlichen Tuns sein, auch wenn dies – so ist zu erwarten und ist es die Basis wie auch die *Rechtfertigung liberalen Ideenguts* – zumeist eine *Folge* davon ist. Wo die Wahrung von Privatinteressen nicht genügt, um den Interessen der Allgemeinheit gerecht zu werden, wo also die *invisible hand* von ADAM

65 Vgl. vorn Anm. 55.

66 Vgl. vorn bei Anm. 39 ff.

67 So vor allem von LAMBERT (Anm. 39) a. a. O.

SMITH<sup>68</sup> ihren Segen nicht *allen legitimerweise Interessierten* spenden kann, da ist der *Staat gefordert*.

b) Privatunternehmen haben *eine und nur eine* öffentliche Aufgabe: die, ihre Dienstleistungen und Produkte effizient und in der richtigen Qualität bereitzustellen und am Markt abzusetzen – und zwar gewinnbringend abzusetzen, da sonst (auch zum Schaden der Umwelt) ein rasches Ende absehbar ist. »The business of business is business.«

c) In aller Regel werden aber Grossunternehmen – und damit die börsennotierten Aktiengesellschaften – *im Eigeninteresse auf das Umfeld Rücksicht nehmen*, gute Bürger sein und Aufgaben zugunsten der Allgemeinheit wahrnehmen. Sie sichern sich so ihre Reputation – ein Gut, das auf allen Märkten und namentlich auch auf dem Markt für Talente unbezahlbar ist<sup>69</sup> –, und sie beugen staatlicher Regulierung vor.<sup>70</sup> An das »Gewissen« und die »soziale Verantwortung« der Unternehmen und ihrer Exponenten zu appellieren, ohne diesem Appell durch den Zwick mit der Peitsche des Gesetzgebers oder den Widerstand von Arbeitnehmern oder Konsumenten Nachachtung verschaffen zu können, ist dagegen kaum hilfreich.

d) Endziel einer jeden nicht völlig atypischen Aktiengesellschaft<sup>71</sup> und *Endziel einer börsennotierten Publikumsgesellschaft* muss es sein, *Gewinne zu erzielen*. Nur so kann sie sich das erforderliche Kapital für ihr Weiterbestehen und für den – im Interesse aller Stakeholder – erfolgreichen Ausbau des Unternehmens sichern. Nur so kann sie für Investoren attraktiv bleiben, ihrer »sozialen Verantwortung« gegenüber Mitarbeitenden und Dritten nachkommen, guter Arbeitgeber und verlässlicher Lieferant bzw. Abnehmer bleiben. Und nicht zuletzt kann sie auch nur so einen *Obolus* an die Staatskasse liefern, der die Allgemeinheit freut.<sup>72</sup>

68 Vgl. ADAM SMITH, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (Dublin, Whitestone, 1776).

69 Vgl. statt aller VON DER CRONE (Anm. 35) S. 265.

70 Dies jedenfalls, solange sich der Staat an das in westlichen Marktwirtschaften auf der Ebene der Sonntagspredigten kaum bestrittene, in der Praxis freilich immer etwa wieder ignorierte Subsidiaritätsprinzip hält.

71 Das Schweizer Recht lässt es zu, dass Aktiengesellschaften mit *gemeinnützigen* Zielsetzungen gegründet werden, und in der Praxis finden sich auch einige wenige Exemplare dieser Spezies (etwa das in Zürich domizilierte Ludwig Institut für Krebsforschung). Es handelt sich aber durchwegs um Exoten, die ihre formale rechtliche Basis aus anderen als gesellschaftsrechtlichen und betriebswirtschaftlichen Gründen gewählt haben.

72 Bemerkenswert – und erstaunlicherweise in den deutschen Medien kaum erwähnt – ist, dass vom Jahresgewinn 2004 der Deutschen Bank in Höhe von EUR 4 Mia. EUR 1,5 Mia. als Steuern an den Staat flossen. Dass solche

e) *Ergebnis* also: Die *Gewinnorientierung* darf nicht in Frage gestellt werden, aber sie muss – damit sie *allen* Stakeholder-Gruppen zugute kommt – *langfristig und nachhaltig* sein. Ziel von börsennotierten Aktiengesellschaften ist die *nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes*, und an dieser Zielsetzung ist das Verhalten gegenüber dem Aktionariat wie auch gegenüber den Mitarbeitenden und allen anderen Gruppierungen, die an der Entwicklung eines Unternehmens interessiert sind (bis hin zum Staat), zu messen.

### 3. *The Hard Cases*

a) Die intellektuelle Redlichkeit gebietet es zu erwähnen, dass diese Versöhnung der legitimen Interessen aller an einem Unternehmen Beteiligten zwar zumeist aufgeht, dass es aber *hard cases* gibt, für die sich keine allseits befriedigende Lösung ergibt.

b) Vier Beispiele aus der Schweizer Praxis:

– Ein Investor (bzw. in den Augen vieler: ein Raider) offerierte für die Aktien einer Versicherungsgesellschaft CHF 14'000 pro Stück, ein etabliertes Schweizer Versicherungsunternehmen bot CHF 12'000.<sup>73</sup>

Der Verwaltungsrat präferierte die zweite Offerte und setzte diese mit Hilfe der Stimmkraft der Grossaktionäre auch durch. Er berief sich dabei auf die besseren Chancen für den Weiterbestand des Unternehmens (und damit letztlich auf den Schutz der Mitarbeitenden). Dabei nahm er in Kauf, dass die veräussernden Aktionäre einen Nachteil erlitten, der sich auch langfristig nicht ausgleichen liess, denn am künftigen Unternehmenserfolg partizipierten sie nicht mehr. Zu Recht?

– Bei der Veräusserung einer Tochtergesellschaft entschied sich der Verwaltungsrat einer Publikumsgesellschaft nicht zugunsten der höchsten Offerte, weil er einen tieferen Bieter für den *best owner* hielt, der für die Entwicklung des Unternehmens und den Erhalt der Arbeitsplätze zuverlässiger Gewähr bot. Durften – oder mussten – die Interessen der Mitarbeitenden, von denen man sich im Zuge der Veräusserung so oder so trennen würde,

Steuerleistungen nicht selbstverständlich sind, hat auch die Vergangenheit der Deutschen Bank gezeigt.

73 Es geht um die Übernahme der La Suisse Versicherungsgesellschaft durch die Rentenanstalt (heute Swiss Life) im August 1988 (vgl. ROLF WATTER, Unternehmensübernahmen [Habil. Zürich 1990] S. 72 f.; NZZ vom 8. November 1994 S. 28). Die Auseinandersetzung hat sich somit vor dem Inkrafttreten des Schweizer Börsengesetzes am 1. Februar 1997 ereignet. Unter der heutigen Ordnung wäre der Verwaltungsrat wohl nicht umhin gekommen, den Aktionären die höchste Offerte vorzuschlagen.

den Interessen der eigenen Aktionäre an der Erzielung des Höchstpreises vorgezogen werden<sup>74</sup>?

- Eine Minderheit klagt auf Auflösung der Gesellschaft aus wichtigem Grund. Darf – oder soll – der Richter aus Gründen des Unternehmensinteresses die an sich gerechtfertigte Klage abweisen<sup>75</sup>, <sup>76</sup>?
- Eine Gesellschaft verlegt aus Kostengründen die Produktion ins Ausland, schafft mithin zwar im Ausland neue Arbeitsplätze, baut aber im Inland Arbeitsplätze ab. Ist dieser Entscheid gerechtfertigt – oder zwingend –, obwohl er verdienten Arbeitnehmern die Stelle kostet?

74 Vgl. Finanz und Wirtschaft (*FuW*) vom 15. Mai 2004 S. 23: Die Swisscom verkaufte ihre deutsche Tochter Debitel an Permira für EUR 640 Mio., obwohl gemäss unbestätigten Gerüchten die Beteiligungsgesellschaft 3i über EUR 200 Mio. (CHF 300 Mio.) mehr geboten haben soll – eine Differenz, die sich freilich zum Teil auch aus im Übrigen unterschiedlichen Vertragsbedingungen (Modalitäten der Kaufpreiszahlung, Garantien etc.) erklärt haben mag.

75 Das Schweizer Bundesgericht hat sich bei der Beurteilung einer Auflösungsklage wie folgt geäußert: »Dem Auflösungsinteresse des Klägers steht das Interesse der Beklagten [d. h. der Gesellschaft] oder zutreffender ihrer Mehrheit am Fortbestand der Gesellschaft gegenüber. Dieses Kollektivinteresse ist aber nicht generell dem Individualinteresse der Minderheit vorzuziehen, sondern diesem im Prinzip gleichwertig ...« (BGE 105 [1979] II S. 128). Diese Aussage darf aber nicht als Votum zugunsten der Individualinteressen von Aktionären gegenüber dem Unternehmensinteresse verstanden werden; sie erklärt sich aus den besonderen Umständen, was auch in der Würdigung des Entscheides gebührend betont worden ist: Zur Diskussion stand die Auflösung einer von zwei verfeindeten Brüdern beherrschten Holdinggesellschaft. Deren Liquidation konnte sich darauf beschränken, die Aktien der Tochtergesellschaften (und nicht die Tochtergesellschaften selbst) zu veräußern. Die Interessen weiterer Stakeholder – Arbeitnehmer und Kunden – waren nicht tangiert, da die von der Holdinggesellschaft beherrschten Unternehmen trotz der Auflösung ihrer Muttergesellschaft intakt blieben. Es ging nur um die Abwägung der Interessen eines Minderheitsaktionärs gegenüber denen des Mehrheitsaktionärs, welcher seine Mehrheitsmacht während langer Jahre missbraucht hatte. Man darf mit Sicherheit davon ausgehen, dass das Bundesgericht anders entschieden hätte, wenn Arbeitsplätze betroffen gewesen wären.

76 Eine langwierige – 1968 begonnene, 1991 abgeschlossene und per Mitte 1992 in Kraft gesetzte – Reform des Schweizer Aktienrechts trägt dieser Problematik Rechnung: Nach dem heute geltenden OR 736 Ziff. 4 hat der Richter die Möglichkeit, eine Auflösungsklage nicht nur gutzuheissen oder abzuweisen, sondern er kann – für Verfahrensrichter eine abenteuerliche Vorstellung – »auf eine andere sachgemässe und den Beteiligten zumutbare Lösung erkennen«. Dadurch sollte die Möglichkeit geschaffen werden, Unternehmen – im Interesse aller daran Beteiligten – zu erhalten, trotz Vorliegens eines Auflösungsgrundes auf der Ebene der das Unternehmen beherrschenden Aktiengesellschaft. Es ist dies ein weiteres – und aktuelles – Beispiel für die Entscheidung des Gesetzgebers zugunsten des Unternehmensinteresses (dazu vorn bei Anm. 52 ff.).

d) In solchen Fällen führen der Shareholder- und der Stakeholder-Value-Ansatz bzw. die Ausrichtung auf das Aktionärsinteresse oder auf das Interesse aller irgendwie Betroffenen zu unterschiedlichen Entscheidungen. Aktionärsinteressen werden den Interessen der Mitarbeitenden vorgezogen oder umgekehrt deren Interessen hintangestellt. Die (inländische) Volkswirtschaft erleidet einen Nachteil zugunsten der Aktionäre, oder aber es werden Aktionärsinteressen zugunsten solcher der einheimischen Volkswirtschaft geopfert.

Tröstlich ist, dass solche Loyalitätskonflikte für Verwaltungsrat (Aufsichtsrat) und Geschäftsleitung in der Praxis seltener sind, als zu erwarten ist.

#### IV. Vernichtung von Arbeitsplätzen trotz eines brillanten Geschäftsabschlusses: die Entscheidung der Deutschen Bank

a) Wie ist der Entscheid der Deutschen Bank – Arbeitsplatzabbau trotz eines über Erwartungen hohen Gewinns – anhand des hier vertretenen Kriteriums der *nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswertes* zu beurteilen? Eine enge betriebswirtschaftliche oder auf die kurzfristigen Interessen des gegenwärtigen Aktionariats ausgerichtete Betrachtungsweise hilft nicht weiter, ebenso wenig aber eine Berufung auf übergeordnete volkswirtschaftliche Interessen. Vielmehr lautet die Frage, ob die angekündigte *Massnahme langfristig betrachtet für das Unternehmen Mehrwert schafft*.

b) Die Beantwortung muss in Berücksichtigung eines weiteren Kontextes erfolgen, der neben den kurzfristigen betriebswirtschaftlichen und ökonomischen Auswirkungen auch etwa folgende Aspekte einschliesst:

- den Ruf der Bank als *Arbeitgeberin* sowohl im Hinblick auf ihre Fähigkeit, neue Talente anzuziehen, als auch mit Blick auf die Motivation und Loyalität der derzeitigen Angestellten,
- die Reaktion der *Kunden*, nicht nur der *key clients*, sondern – angesichts der breit abgestützten Tätigkeit der Deutschen Bank – auch der Grosszahl der Kleinkunden, selbst wenn diese im Lichte einer grosszügigen Betrachtung als »peanuts« erscheinen mögen,
- die Auswirkungen auf das *Ansehen* der Bank *in der Politik* und *bei den Sozialpartnern*,<sup>77</sup>

77 Politik wie Arbeitnehmervertreter haben auf die Ankündigung der Deutschen Bank pointiert negativ reagiert. Aufgrund der vorstehenden Überlegungen braucht dies – für sich allein betrachtet – kein Argument gegen die angekündigte Massnahme einer Reduzierung von Arbeitsplätzen zu sein. Doch ist zu fragen, ob per Saldo – aufgrund einer Abwägung der Kosteneinsparungen

– oder kurz: die *Reputation* des Unternehmens.

Es ist nicht daran zu zweifeln, dass solche Überlegungen bei der Deutschen Bank angestellt worden sind. In der anschliessenden öffentlichen Auseinandersetzung kamen sie zu kurz. Die von der Deutschen Bank selbst eingeräumten Kommunikationsfehler<sup>78</sup> führten zu einem erheblichen politischen Flurschaden, und es kann auch nicht ausgeschlossen werden, dass sich die getroffene Massnahme – und vor allem ihre Vermittlung – auf die Kundschaft negativ auswirkt.

c) Ob die Unternehmensleitung richtig entschieden hat, wird erst die Zukunft zeigen. Aber es wäre dies nicht anders, wenn eine Reduktion der Arbeitsplätze unterblieben wäre. So oder so steht fest, dass eine öffentliche Institution – und die *Deutsche Bank* ist dies nicht nur wegen ihres Adjektivs – ihr Tun und Lassen allen Beteiligten erklären muss, den Aktionären wie den Mitarbeitenden und der Allgemeinheit. *Transparenz* – nicht nur der Zahlen und der strategischen und taktischen Entscheide, sondern auch der Entscheidungsgründe – steigert den nachhaltigen Unternehmenswert, fördert das Aktionärsvertrauen und verbessert die soziale Verankerung. Mit ihrer Ankündigung hat sich die Deutsche Bank zwar mutig zu einer offenen Kommunikation bekannt,<sup>79</sup> aber offenbar in einer Form, die *für die Stakeholder at large* nicht einsichtig war.

Peter Forstmoser

gegenüber den langfristigen (finanziellen) Folgen einer Infragestellung der sozialen und politischen Akzeptanz – die betriebswirtschaftlichen Synergien die Beeinträchtigung der Reputation bei der Arbeitnehmerschaft, den Kunden und den politischen Instanzen aufwiegen.

78 Vgl. hierzu *Financial Times Deutschland* vom 28. Februar 2005 S. 18 und *FAZ* vom 12. Februar 2005 S. 11.

79 Etwas ratlos hat sich denn auch der Vorstandsvorsitzende der Bank angesichts der durch seine Ankündigung losgetretenen Lawine der Entrüstung gefragt, ob er vielleicht »ein zu ehrlicher Mensch« sei, *Spiegel* (Anm. 3) S. 92.

Summa

Dieter Simon  
zum 70. Geburtstag

Herausgegeben von  
Rainer Maria Kiesow  
Regina Ogorek  
Spiros Simitis

– Sonderdruck –



Vittorio Klostermann  
Frankfurt am Main  
2005