

Profit – das Mass aller Dinge?

Zur Aufgabe börsenkotierter Unternehmen

PETER FORSTMOSEK*

Inhalt

I.	Die Grundsatzdiskussion der letzten fünfzehn Jahre: Shareholder- versus Stakeholder-Value-Ansatz	57
1.	Aktionäre und andere Stakeholder als Gegenstand der Fürsorge von Unternehmensleitern	57
2.	Ein erstaunlicher Wertewandel	59
3.	Stärken und Schwächen des Shareholder-Value-Ansatzes	60
4.	Stärken und Schwächen des Stakeholder-Value-Ansatzes	65
5.	Mehr Gemeinsamkeiten als erwartet	67
6.	Ein Vorbehalt: Die „invisible hand“ kann nicht alles	69
II.	Back to the Roots: das Unternehmensinteresse als Leitlinie für börsenkotierte Unternehmen	71
1.	Das Interesse des „Unternehmens an sich“ als Fokus unternehmerischer Tätigkeit im Lichte der klassischen Aktienrechtslehre	71
2.	Die Praxis des Bundesgerichts	73
3.	Die gesetzliche Ordnung	75
III.	Die Ausrichtung auf das Unternehmensinteresse – ein valabler Ansatz zum Ausgleich divergierender Standpunkte	80
1.	Die Fokussierung auf das Unternehmensinteresse: sachgerecht und rechtskonform	80
2.	Konkretisierungen	81
3.	The Hard Cases	82
IV.	Vernichtung von Arbeitsplätzen trotz eines brillanten Geschäftsabschlusses: pflichtgemässes Verhalten oder Verantwortungslosigkeit?	85

* Der Verfasser hat vor Jahresfrist ähnliche Überlegungen einem deutschen Publikum vorgelegt: Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung?, in: RAINER MARIA KIESOW/REGINA OGORREK/SPIROS SIMITIS (Hrsg.), Summa, Dieter Simon zum 70. Geburtstag, Frankfurt a.M. 2005, 207 ff.

Er wurde tatkräftig unterstützt durch seine damaligen wie heutigen Assistierenden RA lic. iur. Max Haller, RA lic. iur. Christa-Maria Harder Schuler, RA lic. iur. Marco Spadin und Katja Stöckli, MLaw. Er dankt ihnen und Assessorin Elena Barnert, Frankfurt a.M.

„Es ist unglaublich. Da macht die Swisscom jährlich mehrere Milliarden Gewinn. Und trotzdem streicht die Konzernleitung wieder 665 Stellen ... Begründung: Man müsse sparen. Das ist eine Frechheit!“¹

„6,4 Milliarden Reingewinn, ... und in der Schweiz 1'300 (weltweit 3'500) Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter entlassen ... Wer mit so unanständigen Gewinnen Entlassungen anordnet, verdient eine gehörige Tracht Prügel.“²

„UBS macht 14 Milliarden Gewinn ... Als ehemaliger UBS-Mitarbeiter, der nach zehn Jahren ohne konkreten Grund (was heisst schon „Reorganisation mit Stellenabbau“!) entlassen wurde, gratuliere ich der Bank zu ihrem grossartigen Jahresabschluss. Die UBS hat dieses gute Ergebnis sicherlich ... nicht mit den Entlassungen eingespart. Bei 800 entlassenen Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern macht das ja nur ca. 1 Prozent aus. Das hätte sich die UBS doch sicher noch leisten können.“³

Drei Auszüge aus Leserbriefen, exemplarisch für Unverständnis, Kritik, ja Wut in weiten Teilen der Bevölkerung: Stellen zu streichen in einer Phase alljährlicher Rekordgewinne – darf das sein?

Einmal mehr stellt sich die Grundsatzfrage, was denn eigentlich das *Ziel eines grossen, privatwirtschaftlich betriebenen Unternehmens* sein soll. Dass solche 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 Mitarbeiter, weiterer direkt oder indirekt Betroffener, ja der gesamten Volkswirtschaft⁴ darauf zu verzichten, alle Möglichkeiten der Gewinnmaximierung auszureizen? Allgemeiner gefragt: Ist es die einzige Pflicht von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung einer Aktiengesellschaft, *Mehrwert für die Aktionäre*⁵ 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?

¹ Tages-Anzeiger vom 29.10.2003.

² Tages-Anzeiger vom 13.2.2004.

³ Tages-Anzeiger vom 16.2.2006.

⁴ Auch hierzu sei ein Leserbrief zitiert: „Stell dir vor, eine Bank macht 14 Milliarden Franken Gewinn und dem Staat fehlt es an Geld für Schulen, Berufslehren und Pflege. Dass dies etwas miteinander zu tun hat, ist mit Bestimmtheit allen klar, die noch in volkswirtschaftlichen Zusammenhängen denken.“ (Tages-Anzeiger vom 16.2.2006, im Zusammenhang mit dem Reingewinn der UBS für das Geschäftsjahr 2005).

⁵ 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.

Dieser Frage soll im Folgenden aus der Sicht des Juristen nachgegangen werden, wobei der Verfasser freilich Überlegungen und Erfahrungen darlegt, die er weniger in seiner Eigenschaft als Rechtswissenschaftler denn als Mitglied von Verwaltungsräten und als Wirtschaftsanwalt gemacht hat.

Vorangestellt sei ein *Vorbehalt*: Zum Auftrag börsenkotierter Grossunternehmen ist – selbst wenn man sich auf die letzten anderthalb Jahrzehnte und hier wiederum auf wissenschaftliche Publikationen beschränkt – *unendlich viel geschrieben* worden. In dieser Skizze wird daher gar nicht erst versucht, eine repräsentative Auswahl des Besten und Wichtigsten in Text und Anmerkungen zu dokumentieren. Vielmehr muss es genügen, die Diskussion in groben Zügen nachzuzeichnen (Ziff. I.), als Basis für eine spezifisch juristische Stellungnahme (Ziff. II. und III.).

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“ Unternehmenszielen⁶ 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 gegenüber⁷:

a) Die Vertreter des *Shareholder-Value-Denkens* postulieren eine kompromisslose Ausrichtung aller unternehmerischen Tätigkeiten 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 Betroffenen: Geht es

⁶ Die Begriffe „Aktiengesellschaft“ und „Unternehmen“ werden im Folgenden gleichgesetzt, was natürlich rechtlich nicht stimmt, angesichts der wirtschaftlichen Betrachtungsweise, welche hier im Vordergrund steht, aber zumindest für Publikumsgesellschaften vertretbar ist.

⁷ Eine interessante kritische Übersicht zur Diskussion auf internationaler Ebene findet sich im Papier von JOERG/LODERER/ROTH/WAELCHLI, *The purpose of the corporation: Shareholder-value maximization?* (Revised Version, February 2006) ECGI-Finance Working Paper No 95/2005, <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=690044#PaperDownload> (besucht am 8.5.2006).

den Aktionären gut, dann profitieren davon – so das *Credo* – auch die Arbeitnehmer, die Kunden und schliesslich die Allgemeinheit.

b) Was die Shareholder-Value-Aktivistinnen als konsequente Fokussierung auf das eigentliche Unternehmensziel verstehen, ist in den Augen der Vertreter des *Stakeholder-Value-Ansatzes* eine egoistische und verantwortungslose, weil völlig einseitige Ausrichtung auf die Interessen nur *einer* der vielen Gruppen, die an einem Unternehmen legitime Interessen haben. Nach dieser Lehre verlangt ein verantwortungsbewusstes unternehmerisches Verhalten die Berücksichtigung und den Ausgleich der Interessen *aller* sog. Stakeholder, neben denen der Aktionäre also auch derjenigen der Mitarbeiter 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 börsenkotierten Gesellschaften – jederzeit aussteigen und ihre Vermögensanlagen umschichten, während die Arbeitsstelle nicht so leicht gewechselt werden kann. Und schliesslich treffen die Konsequenzen eines Unternehmenszusammenbruchs die Mitarbeiter oft weit härter als die Geldgeber⁸.

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

aa) Auf der einen Seite stehen die *Bekanntnisse zur Orientierung allein am 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

⁸ Am Rande sei erwähnt, dass unter dem Aspekt der Risikoverteilung die als Instrument der sozialen Marktwirtschaft gepriesene *Mitarbeiterbeteiligung* durchaus 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 enge Verbindung des persönlichen (finanziellen) Schicksals mit dem eines Unternehmens sollte man nur dessen 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. Zur Mitarbeiterbeteiligung vgl. statt vieler CHRISTOF HELBLING, *Mitarbeiteraktien und Mitarbeiteroptionen in der Schweiz*, 2. Aufl., Bern 2003; BEAT WALTI, *Mitarbeiterbeteiligung*, Diss. Zürich 1998 = *Zürcher Studien zum Privatrecht* 139; ANDREAS RISI, *Mitarbeiteroptionen und -aktien*, Diss. (oec.) Zürich 1999 = *Schriftenreihe der Treuhänder-Kammer* 164.

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, 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.

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 auf all die *vielfältigen Erwartungen*, die an ein Unternehmen gestellt werden, ist nicht nur aus der Sicht der Mitarbeiter, 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 einen erstaunlichen Meinungsumschwung fest:

- In den *Neunzigerjahren* war kaum bestritten, dass das einzige Ziel eines Unternehmens die *Vermehrung des Shareholder-Value* zu sein habe. Meinungsverschiedenheiten gab es zwar über die Art und Weise, 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 habe. 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*⁹, der Gesellschaft einschliesslich der Unternehmensmitarbeiter (*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 um zweistellige Prozentzahlen steigenden Gewinnen und Börsenkursen verblichen war. Könnte es sein, dass die Berufung auf „höhere“ Werte und Zielsetzungen helfen sollte, unternehmerisches Ungenügen und eine schlechte Performance zu vertuschen? Dient die Berufung auf Sozial- und Umweltziele letztlich als Feigenblatt zur Kaschierung unternehmerischen Versagens¹⁰?

3. Stärken und Schwächen des Shareholder-Value-Ansatzes

- a) Die *Stärke* des Shareholder-Value-Ansatzes ist zweifellos seine klare Fokussierung auf *ein* Ziel und damit die *Messbarkeit des Erfolgs*: Die *Kursentwicklung an der Börse lässt sich exakt feststellen*, und damit auch der Nutzen, den die Kapitalanlage dem Aktionär – von den in der Schweiz zumeist eher bescheidenen Dividenden einmal abgesehen¹¹ – bringt. Leistungsbeurteilung auf-

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

¹⁰ In neuester Zeit scheint übrigens – im Einklang mit der Rückkehr von Rekordgewinnen und Kursanstiegen – auch das Shareholder-Value-Konzept wieder an Boden zu gewinnen.

¹¹ 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 etwa in Deutschland. Dafür ist – *le revers de la médaille* – die Eigenkapitalbasis von Schweizer

grund des Shareholder-Value ist exakt, und sie kann daher auch als zuverlässige Basis für die unternehmensinternen Incentive-Pläne dienen, welche das Top-Management stimulieren sollen, (im Interesse der Aktionäre) ihr Bestes zu geben.

b) Aber der Shareholder-Value-Ansatz hat *Schwächen* – vielleicht weniger in seiner theoretischen Ausgestaltung¹² als in seiner Umsetzung in der Praxis: Die Lehre betont zwar die Langfristigkeit des Konzepts¹³, und die Shareholder-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 in der *Realität* den Versuchungen der *Kurzfristigkeit* erliegen: Aktionäre werden vielfach nicht bereit sein, die Taube der langfristigen Gewinnmaximierung dem Spatz in Form kurzfristigen Gewinns vorzuziehen. Und wieso sollten sie auch? Anders als die Mitarbeiter können sie tagtäglich ihr Engagement in einem Unternehmen begründen, erweitern, reduzieren oder beenden¹⁴. Daher sind für viele Aktionäre die *low hanging fruits* eines kurzfristigen Kursanstiegs attraktiver als die Erwartung einer nachhaltigen Wertsteigerung in einigen Jahren. Und selbst wenn man an eine rosige

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 in Deutschland bis zum Jahre 2001, 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. Dafür wird die ausgeschüttete Dividende beim Aktionär grundsätzlich nur zur Hälfte besteuert. – Im Entwurf des Unternehmenssteuerreformgesetzes II wird nun auch in der Schweiz vorgesehen, die wirtschaftliche Doppelbelastung durch eine reduzierte Besteuerung der Dividenden beim Privatanleger zu mildern, freilich nur in bescheidenem Umfang (vgl. bundesrätliche Botschaft vom 22.6.2005, BBl 2005, 4733 ff., 4794 f.). Der bundesrätliche Vorschlag ist im Parlament umstritten.

Aktionärsfreundlicher ist dagegen in der Schweiz die Besteuerung von Kapitalgewinnen geregelt: Während diese in Deutschland zumeist besteuert werden, bleiben sie in der Schweiz bei Privataktionären in der Regel steuerfrei.

¹² 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.

¹³ RAPPAPORT selbst betonte stets, dass er von einer *langfristigen* Maximierung des Aktionärsnutzens ausgehe, vgl. a.a.O., 161.

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.

Zukunft glaubt, kann es eine nüchterne Evaluation gebieten, nicht schon heute dabei zu sein und die Durststrecke mitzumachen, wenn es später immer noch Gelegenheit gibt, auf den in Richtung Gewinnsteigerung fahrenden Zug aufzuspringen¹⁵.

Zu Recht hat denn auch der CEO einer Schweizer Publikumsgesellschaft konstatiert:

„In unserer Wirtschaft gibt es ein fundamentales Problem. Aktionärsinteressen und Unternehmensinteresse haben sich entkoppelt, zumindest was die Zeitachse betrifft.“¹⁶

c) Nicht nur bei den Aktionären, auch bei den Mitgliedern des Verwaltungsrates und – vor allem – der Geschäftsleitung kann die Möglichkeit, die Folgen unternehmerischer Entscheide anhand des Barometers des Aktienkurses exakt zu messen, starke *Anreize zu kurzfristigem Denken* schaffen: Zweimal täglich auf die Kursentwicklung zu schielen verleitet nur allzu leicht dazu, jede unternehmerische Entscheidung mit Rücksicht auf ihre mutmassliche Auswirkung auf den Börsenkurs – und zwar unmittelbar und kürzestfristig – zu treffen. Es bedarf eines starken Charakters, Lob und Tadel in der Finanzpresse, welche Kursbewegungen auf dem Fusse folgen, zu ignorieren und konsequent an einer langfristigen Optik festzuhalten.

d) 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 und Weise 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,

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, 252 ff. und CARL HELBLING, *Abschlussberatung*, Bern 2004, 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 eher schaden als nützen, da sie die Volatilität der Aussagen erhöht und den Anschein erweckt, unternehmerische Leistungen liessen sich kurzfristig messen.

¹⁶ Vgl. *Finanz und Wirtschaft (FuW)* vom 22.10.2003, 17.

weshalb dann das Interesse einer einzelnen Stakeholder-Gruppe – der Aktionäre – zum alleinigen Kriterium gemacht wird.

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, die alle Schweizer Publikumsgesellschaften betreffen¹⁷:

- 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 können¹⁸.
- *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 erwarteten¹⁹.
- 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 vorbeischrämte.

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.

¹⁷ Der Verfasser hat diese Fälle als Anwalt oder Organ der betroffenen Gesellschaften miterlebt. Er verzichtet daher auf eine Namensnennung. Beobachter der schweizerischen Wirtschaftsszene der letzten zwei Jahrzehnte dürften aber unschwer erkennen, um welche Gesellschaften und welche Akteure es sich handelt.

¹⁸ Diese Übung ist in der Folge – was eigentlich voraussehbar war – misslungen und abgebrochen worden, womit letztlich auch den Aktionären ein Bärendienst erwiesen wurde.

¹⁹ Und mit der Präzision eines Schweizer Uhrwerks auch bekamen.

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* sind²⁰.

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 als 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.

d) Zu postulieren ist daher ein „richtiger“ Shareholder-Value-Ansatz, und ein solcher zielt – ganz im Einklang mit der „reinen Lehre“²¹ – darauf, den Wert des Unternehmens *nachhaltig* zu steigern.

²⁰ 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 Preis vorteilhaft auf den Börsenkurs auswirken, obwohl dieser Vorgang 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 der bisher in einer einzigen Aktie verkörperte Teil 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 Übernahmeversuche*, die mit Hilfe der Einschränkung und Differenzierung von Aktionärsrechten durch Stimmrechtsbeschränkungen, Stimmprivilegien und Übertragungsschwerungen im letzten Jahrhundert bei schweizerischen Publikumsgesellschaften zur Routine gehörten, geschleift werden. Eine Vielzahl von Gesellschaften hat dies denn auch in den letzten Jahren getan.

Für die übrigen Stakeholder sind solche Massnahmen vordergründig weder positiv noch negativ. Genau besehen sind sie 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.

²¹ Dazu vorn, FN 12 und 13.

4. Stärken und Schwächen des Stakeholder-Value-Ansatzes

a) Der Stakeholder-Value-Ansatz hat – wie erwähnt²² – in den letzten Jahren massiv an Akzeptanz gewonnen²³.

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 seiner *Mitarbeiter* und von der *Reputation*, die es in seinem Umfeld genießt:

- Es gibt kaum ein Unternehmen, welches nicht in seinem *Jahresbericht* – verbunden mit einem Dank – 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 ökonomisch 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 orientiert²⁴.

²² Vgl. die Hinweise vorn, bei FN 8 ff.

²³ Zwei Beispiele zur Popularität: Das Schweizer Wirtschaftsmagazin *Cash* besprach unter 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 Diplomacy“ und „How to change the world“, die sich alle mit der sozialen Verantwortung von Unternehmen befassen (*Cash* vom 3. März 2005, 39). Und das international wohl angesehenste populärwissenschaftliche Periodikum der Ökonomen, *The Economist*, widmete eine Nummer dem Hauptthema „*The Good Company*“, worin es sich der „Corporate Social Responsibility“ annahm (*The Economist* vom 25. Januar 2005).

²⁴ Eine gute Reputation ist jedenfalls entscheidend beim Verkauf langlebiger Produkte, deren Wirtschaftlichkeit über ihre gesamte Lebensdauer von den Serviceleistungen abhängt.

- 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 darf²⁵.

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.“²⁶

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

- Das *Kriterium* ist „fuzzy“, es stellt keine klaren Massstäbe für die Beurteilung der Leistung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung zur Verfügung: Nur zu leicht kann das Argument des Gemeinwohls dazu gebraucht und missbraucht werden, schwache Leistungen der Unternehmensspitze zu beschönigen. Die Berufung auf die Interessen einer Mehrzahl von Gruppierungen, deren Ziele divergieren können, erschwert eine klare Qualifikation der unternehmerischen Leistung.
- Sodann ist es letztlich *weltfremd*, wenn erwartet wird, Wirtschaftsführer an der Spitze von Publikumsunternehmen seien – in einer ganzheitlichen Würdigung der legitimen Interessen aller Betroffenen – in ihren Entscheidungen frei: Ohne den Zufluss von neuem Eigenkapital und – als Voraussetzung hierfür – ohne die Zustimmung der heutigen und potentieller künftiger *Aktionäre* kann ein Unternehmen längerfristig nicht überleben. Und bei den *Fremdkapitalgebern* – allen voran den Banken – sind

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 anderer Verwaltungsinstanzen*, denen in der Praxis ein viel grösserer Entscheidungsspielraum zukommt, als man aufgrund des verwaltungsrechtlichen Legalitätsprinzips 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,
- und schliesslich auf den Goodwill der Zivilgesellschaft bzw. der NGOs (Non Governmental Organizations), die berufen sind oder sich berufen fühlen, die Interessen der Allgemeinheit zu wahren und die in den letzten zwei Jahrzehnten enorm an Einfluss gewonnen haben (dazu auch nachstehend, bei FN 36 f.).

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.“

die Zeiten vorbei, in denen sie sich als „*Förderer des Gemeinwohls*“ zu legitimieren suchten und (verfehlte) Kreditscheide als Rücksichtnahme auf das öffentliche Wohl rechtfertigten²⁷.

Eine Publikumsgesellschaft, deren Leitung die Gewinnziele zugunsten „höherer“ Werte hintanstellt, dürfte daher nicht lange Bestand haben. Der als „*godfather*“ für ausgleichende Gerechtigkeit sorgende Unternehmensleiter wird freilich das Ende nicht miterleben, da er durch das Aktionariat seiner Funktion schon vorher enthoben sein wird²⁸. Und wenn es ihm gelingen sollte, die Leidenszeit unternehmerischen Niedergangs auszusitzen, könnte er sich darüber nicht freuen: Dem Unternehmenskonkurs folgen fast so sicher wie das Amen in der Kirche *Verantwortlichkeitsprozesse*, die sich – begründet oder nicht – über Jahre und Jahrzehnte hinziehen und so den Lebensabend und oft auch die Hoffnung der nächsten Generation auf eine erfreuliche Erbschaft verdüstern können²⁹.

5. Mehr Gemeinsamkeiten als erwartet

a) Die Vertreter des Stakeholder-Value- und die des Shareholder-Value-Ansatzes scheinen unversöhnliche Antipoden zu sein. Bei näherem Zusehen

²⁷ Damit kein Missverständnis aufkommt: Der Verfasser begrüsst diese Entwicklung, und es gibt in der Schweiz 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 „*true and fair view*“ bzw. einer „*fair representation*“ ist (auch) in der Schweiz allgemein anerkannt und börsenkotierten Gesellschaften durch die Kotierungsvorschriften zwingend auferlegt.

²⁹ Bekanntlich haften Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung solidarisch für *allen Schaden*, „den sie durch absichtliche oder fahrlässige Verletzung ihrer Pflichten verursachen“ (OR 754 Abs. 1). Während diese Bestimmung bei aufrecht stehenden Gesellschaften kaum je angerufen wird, ist die Anhebung von Verantwortlichkeitsprozessen im Konkursfall heute Routine. Hieraus ist – es sei am Rande erwähnt – ein Damoklesschwert für diejenigen geworden, die bereit sind, in einem Unternehmen, das sich in schwieriger Lage befindet, Verantwortung zu übernehmen oder beizubehalten. Und es kann diese – durch eine weltfremde Praxis zur persönlichen Haftung für Sozialabgaben verschärfte – Entwicklung zu einem *risikoaversen Verhalten* führen, das weder im Interesse der Aktionäre noch in dem der übrigen Stakeholder liegt.

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 Mitarbeiter gewinnen kann, wenn sie bei ihren Kunden und Lieferanten anerkannt ist und es ihr – jedenfalls im Falle von 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 oder Kategorie der betreffenden Stakeholder als solche*: auf die – *langfristigen* – Interessen des Aktionariats, der Arbeitnehmerschaft und des gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Umfelds schlechthin. Die Einzelinteressen der zurzeit in einem Unternehmen präsenten Aktionäre oder Arbeitnehmer, aber auch akute wirtschaftspolitische Probleme müssen bei einer solchen Betrachtung zurückstehen hinter den *grundsätzlichen und längerfristigen 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 wird³⁰.
 - *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 sichern³¹.

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, sich ständig auf den Aktienkurs zu fixieren, sondern er habe das Unternehmen nachhaltig zu fördern.

³¹ Allerdings dürfen Arbeitnehmer erwarten, dass ein allfälliger Arbeitsplatzabbau in sozial verantwortlicher Art geschieht. Dies liegt (auch) im Sinne des Unternehmens selbst, da es ein emi-

- Der *Allgemeinheit* schliesslich ist besser gedient, wenn ein Unternehmen auf Dauer prosperiert, als wenn es kurzfristig Strukturhaltung betreibt³².
- c) Diese Konvergenz stellt sich ein, 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) Damit ist man – nach den intensiven Diskussionen der letzten 15 Jahre – *back to square one*: Strategie und Taktik von Publikumsgesellschaften müssen darauf ausgerichtet sein, den *Unternehmenswert nachhaltig zu steigern*³³.

6. Ein Vorbehalt: Die „invisible hand“ kann nicht alles

- a) Soziale Verantwortung (und eine schonungsvolle Nutzung von Umweltressourcen) ernst zu nehmen, ist nach dem Gesagten *nicht Gutmenschentum*, sondern *dem Shareholder-Value förderlich*, weil dadurch der *Unternehmenswert* und so auch der Wert einer jeden einzelnen Aktie *gesteigert* wird. So gesehen besteht in der Tat ein Einklang zwischen den Interessen der Aktionäre als einer einzelnen Gruppe von Stakeholdern und den Allgemeininteressen.
- b) Diese *Harmonie* ist freilich *nicht in jedem Fall* gegeben. Vielmehr kann es sein, dass sich ein Verhalten des Unternehmens im Interesse der *Allgemeinheit* – auch in langfristiger Perspektive – für die Kapitalgeber *nicht* auszahlt. In solchen Fällen sollte man realistisch sein und darauf verzichten, Unternehmen

ntes Interesse daran hat, seinen Ruf als guter Arbeitgeber zu wahren. 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 Mitarbeiter zu bewahren.

³² Ziel eines privatwirtschaftlichen Unternehmens kann es nicht sein, Arbeitsplätze zu *erhalten*, sondern – in einer längerfristigen Betrachtung – solche zu *schaffen*. – Dass hierfür zunächst ein *Arbeitsplatzabbau* erforderlich sein kann, zeigt das Beispiel der UBS, die nach einem Abbau in den Vorjahren im Jahr 2005 gegen 1000 neue Stellen in der Schweiz geschaffen hat (vgl. NZZ am Sonntag vom 19.2.2006, 31).

³³ Diese Verpflichtung findet sich im Deutschen Corporate Governance Kodex (Fassung vom 21. Mai 2003) Ziff. 4.1.1. verankert. Danach ist der Vorstand „an das Unternehmensinteresse gebunden und der Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes verpflichtet“. – Ausführlich hierzu CHRISTOPH KUHNER, Unternehmensinteresse vs. Shareholder Value als Leitmaxime kapitalmarktorientierter Aktiengesellschaften, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR) 2004, 244 ff. Die Kritik KUHNERS, wonach die Leitmaxime des Unternehmensinteresses „eine weitgehende Beliebigkeit der konkret daraus deduzierbaren Handlungsanweisungen“ mit sich bringe (278 f.), teile ich nicht.

auf ihre „soziale Verantwortung“ und ihre Leiter auf ein „soziales Gewissen“ einzuschwören³⁴. Das „*bonum commune*“ ist vielmehr – wenn es nicht, wie hoffentlich zumeist und sicher häufiger als von den Apologeten umfassender staatlicher Regulierung zugestanden, mit den Individualinteressen der Leistungserbringer in Übereinstimmung gebracht werden kann – durch *staatliche Regeln* oder allenfalls mittels branchenweiter *Selbstregulierung*³⁵ abzusichern.

Von privatwirtschaftlichen Unternehmen mit breit gestreutem Aktionariat zu erwarten, dass sie – von Ausnahmesituationen abgesehen – zugunsten der Allgemeinheit auf die Erzielung von Gewinnen verzichten, ist *blauäugig und letztlich auch unehrlich*. Eine solche *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.

c) 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 einbezieht³⁶.

Da die volkswirtschaftlich bedeutsamen Unternehmen aufgrund des in den letzten Jahren stark gewachsenen *öffentlichen Interesses an Wirtschaftsfragen*, der

³⁴ Dies immer mit dem Vorbehalt, dass auch juristische Personen mit Anstand durchs Leben gehen sollen, was sie letztlich – wenn die relevanten Entscheidungen rational und mit einer langfristigen Optik getroffen werden – in ihrem eigenen Interesse auch tun werden. *Good Corporate Citizenship* braucht daher kein leeres Versprechen zu sein – und soll es auch nicht, auch nicht im Lichte eines Shareholder-Value-Ansatzes.

³⁵ Diese erfolgt ihrerseits wieder unter dem Patronat des Staates, wenn privat entwickelte Regelwerke zu ihrer Verbindlichkeit einer 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).

³⁶ Vgl. statt aller HANS CASPAR VON DER CRONE, *Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft*, ZSR NF 119 (2000) II 237 ff., insb. 259 ff., sodann die Zitate vorn, bei und in FN 26 und neuestens etwa die Sondernummer zum Thema „Reputation“ der „Geneva Papers on Risk and Insurance – Issues and Practice“, Vol. 31 (3) Juli 2006.

exponentiell gestiegenen *Transparenz* und des *Aktivismus der NGOs*, die enormen Einfluss auf Konsum und Politik ausüben, heute im Rampenlicht des *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 schnürt³⁷, 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.

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

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

1. Das Interesse des „Unternehmens an sich“ als Fokus unternehmerischer Tätigkeit im Lichte der klassischen Aktienrechtslehre

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 Akti-

³⁷ Wie drastisch die Reaktion des Gesetzgebers ausfallen kann, zeigt die Antwort auf den *Enron-Skandal*, nämlich der *Sarbanes-Oxley Act von 2002*, der amerikanischen Publikumsgesellschaften und ihren Top-Managern enormen Mehraufwand gebracht hat.

³⁸ Vgl. statt aller den Klassiker von RICHARD A. POSNER, *Economic Analysis of Law*, 5. Aufl., 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.

enrecht 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“³⁹.

b) Der prominenteste Vertreter eines am Unternehmensinteresse orientierten Wertmassstabes Mitte der 50er Jahre war WALTER SCHLUEP⁴⁰, der darin einen Ausgleich zwischen individualistischen, überindividualistischen und transpersonalen Werten erkannte⁴¹:

„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.“⁴²

Gegen diese seines Erachtens „geradezu privatrechtswidrige“ und „dogmatisch verfehlte Zuflucht zu einem Interessengegensatz Aktionär/Unternehmen“ hat sich damals mit Vehemenz ROLF BÄR gewandt. Für ihn sind massgebende Kriterien der Interessenbeurteilung der *typische Gesellschaftszweck* – 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.“⁴³

c) Bei aller Konsequenz, mit welcher BÄR und SCHLUEP ihre Kontroverse ausfochten, darf nicht übersehen werden, dass ihre beiden Positionen – nicht

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, 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 = ASR 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. 400 ff.

⁴¹ SCHLUEP, a.a.O., 362 ff.

⁴² A.a.O., 401.

⁴³ ROLF BÄR, ZSR NF 85 (1966) II 514.

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“⁴⁴.
Das Element der *Langfristigkeit* ist also 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 wollen⁴⁵.

2. Die Praxis des Bundesgerichts⁴⁶

a) Das Bundesgericht 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 ...“⁴⁷.

⁴⁴ BÄR, a.a.O., 515.

⁴⁵ SCHLUEP, a.a.O., 393 f.

⁴⁶ Vgl. dazu – und allgemein zu den von einem Unternehmen zu verfolgenden Interessen PETER NOBEL, *Monismus oder Dualismus: Ein corporatologisches Scheinproblem?*, in: CHARLOTTE M. BAER (Hrsg.), *Verwaltungsrat und Geschäftsleitung*, Bern 2006, 9 ff., insb. 29 ff.; ferner neustens MISCHA KISSLING, *Der Mehrfachverwaltungsrat*, Diss. Zürich 2006, erscheint in der Reihe SSHW, 2. Teil § 1.

⁴⁷ BGE 51 II 427, vgl. auch BGE 53 II 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“⁴⁸.

b) 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 werden⁴⁹. 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.“⁵⁰

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 Minderheit⁵¹.

An anderer Stelle⁵² betont das Bundesgericht denn auch, es seien (bei einer Klage auf Auflösung einer Aktiengesellschaft)

„die wirtschaftlichen und sozialen Folgen einer Auflösung zu berücksichtigen, von welchen allenfalls auch Dritte betroffen werden können“⁵³.

In einem neuesten Entscheid⁵⁴ schliesslich betont das Bundesgericht zwar die Aktionärsinteressen, indem es die Auflösung einer Gesellschaft gutheisst, die jahrelang Verluste eingefahren hatte und bei der keine Aussicht auf künftige

⁴⁸ BGE 59 II 48.

⁴⁹ Vgl. die Überlegungen in BGE 72 II 306.

⁵⁰ Vgl. BGE 99 II 62.

⁵¹ 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.

⁵² BGE 105 II 128 f. Vgl. zu diesem Entscheid auch hinten, bei FN 82.

⁵³ Mit Verweisung auf BGE 104 II 35 und 95 II 164. Bei der Gutheissung einer Auflösungsklage im Entscheid 105 II 114 ff. betont das Bundesgericht, es gehe um die Auflösung einer Holdinggesellschaft, „die unstreitig über kein eigenes Personal verfügt“, und es brauche die „Auflösung der Beklagten als Holdinggesellschaft die Existenz der Tochtergesellschaften nicht zu tangieren“ (129).

⁵⁴ BGE 126 III 266 ff.

Profitabilität bestand. Es hebt aber auch hervor, dass die Fortsetzung der Gesellschaft (offenbar anders als ihre Auflösung) aller Voraussicht nach zu Entlassungen führen würde⁵⁵. Damit scheint das Bundesgericht einen Ausgleich zwischen der Shareholder-Value-Lehre und dem Stakeholder-Value-Ansatz anzustreben⁵⁶, womit wiederum das Interesse am Gedeihen des Unternehmens an sich als Brennpunkt der Interessen der verschiedenen Stakeholder in den Vordergrund rückt.

c) Ausdrücklich hat die höchstrichterliche Praxis überdies bestätigt, dass das Recht des Aktionärs auf gewinnorientiertes 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.“⁵⁷

d) Die These, die Leitungsorgane von Aktiengesellschaften – jedenfalls von *Publikumsgesellschaften* mit volkswirtschaftlicher Bedeutung – hätten sich am *langfristigen wirtschaftlichen Interesse des Unternehmens* zu orientieren, dürfte daher auch vom Bundesgericht akzeptiert sein.

3. Die gesetzliche Ordnung

a) Eine explizite Stellungnahme zu den unternehmerischen Zielen, die börsenkotierte Aktiengesellschaften zu verfolgen haben, enthält das schweizerische Recht nicht. Wohl aber gibt es eine Reihe von *Indizien*, von denen im vorliegenden Zusammenhang die folgenden genannt seien⁵⁸:

⁵⁵ Eine Begründung der implizit getroffenen Annahme, die Auflösung der Gesellschaft sei sozialverträglicher als deren Weiterführung, wird freilich nicht erbracht.

⁵⁶ Vgl. dazu die Urteilsbesprechung von ROLF BÄR in ZBJV 137 (2001) 587 ff., ferner hinten, bei FN 72.

⁵⁷ BGE 100 II 393 E. 4, im gleichen Sinne auch schon BGE 54 II 28.

⁵⁸ Dazu auch NOBEL (FN 46), passim.

b) Zunächst kennt das 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“⁵⁹,

eine *Verpflichtung auf das übergeordnete Gesamtinteresse*, die übrigens auch dem geltenden deutschen Recht nicht fremd ist⁶⁰.

Eine vergleichbare *Sozialpflichtigkeit von aktienrechtlich organisierten Unternehmen* gibt es im schweizerischen Aktienrecht nicht, auch nicht für grosse, volkswirtschaftlich bedeutende Gesellschaften⁶¹.

c) Doch enthält das Schweizer Aktienrecht eine Bestimmung, die man mit Fug als Leitlinie für eine *Ausrichtung auf die Unternehmensinteressen* verstehen kann. OR 717 Abs. 1 regelt die Sorgfalts- und Treuepflicht der Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung 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 kein Zufall ist, zeigt sich darin, dass im zweiten Absatz

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

⁶⁰ 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 er Leitungsentscheide nach eigenem Ermessen in sachgerechter Wahrnehmung der in der Gesellschaft zusammentreffenden Interessen der Aktionäre, der Arbeitnehmer sowie der Öffentlichkeit treffen muss. Damit ist es ihm auch nach geltendem Recht untersagt, sich an den Aktionärsinteressen allein zu orientieren (vgl. statt aller UWE HÜFFER, Aktiengesetz, 5. Aufl., München 2002, § 76 N 12).

⁶¹ Dies heisst nicht, dass Grossunternehmen nicht sehr wohl gesamtwirtschaftliche Überlegungen in ihre Entscheidungsfindung einfliessen lassen dürfen und sollen, vgl. vorn, bei FN 36 f. In der Praxis spielt denn auch – so die persönliche Erfahrung des Verfassers – bei Unternehmensentscheiden deren Auswirkung auf die Mitarbeiter 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.

desselben Artikels das Aktionariat ausdrücklich angesprochen wird: Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitglieder

„haben die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln“⁶².

Dass die Interessen von Aktionariat und Gesellschaft nach der Vorstellung des 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“⁶³ vor. Diese Bestimmung mag 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.“⁶⁴

Die Förderung von Institutionen, die im Interesse der Arbeitnehmer errichtet werden, geht zwangsläufig auf Kosten des ausgewiesenen und an die Aktionäre ausschüttbaren⁶⁵ Gewinns. Die Erwähnung der Arbeitnehmerinteressen im *Aktienrecht* (und nicht nur bei der Regelung der Arbeitsverträge) kann mit gutem Grund als *Reverenz des Gesetzgebers* – welcher sich dessen freilich nicht bewusst gewesen sein mag – an den *Stakeholder-Value-Ansatz* gewertet werden.

Der am 2.12.2005 in die Vernehmlassung gegebene Vorentwurf für eine erneute Reform des Aktienrechts sieht nun allerdings die Aufhebung von OR 673 vor. Hiermit soll jedoch nicht eine Abkehr von der bisherigen Wertung zum Ausdruck gebracht, sondern vielmehr lediglich dem Umstand Rechnung getragen werden, dass Leistungen zu Wohlfahrtszwecken für die Beschäftigten „ge-

⁶² Vgl. dazu statt vieler CLAIRE HUGUENIN, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht, Habil. Zürich 1994; ERIC HOMBURGER, Zürcher Kommentar zu OR 707–726, Zürich 1997, OR 717 N 1 ff. (mit umfassenden Literaturangaben auf S. 234).

⁶³ So der Randtitel.

⁶⁴ Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass diese Bestimmung in der Aktienrechtsreform 1968/1991 – 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.

⁶⁵ Dividenden dürfen – so OR 675 Abs. 2 – „nur aus dem Bilanzgewinn und aus hierfür gebildeten Reserven ausgerichtet werden“.

mäss Art. 331 Abs. 1 OR auf andere Rechtsträger (z.B. auf Personalfürsorge-
stiftungen) zu übertragen sind“⁶⁶.

d) Als Bekenntnis zum Primat des Unternehmensinteresses kann auch
OR 736 Ziff. 4 verstanden werden, wonach bei Klagen auf Auflösung einer
Aktiengesellschaft dem Richter die Möglichkeit eingeräumt wird, die Klage
nicht nur gutzuheissen oder abzuweisen, sondern – für Prozessrechtler wohl
eine abenteuerliche Vorstellung – „auf eine andere sachgemässe und den Betei-
ligten zumutbare Lösung [zu] erkennen“. Dadurch ist die Möglichkeit gegeben,
Unternehmen – im Interesse aller daran Beteiligten – zu erhalten, trotz Vorlie-
gens eines aktienrechtlichen Auflösungsgrundes⁶⁷.

e) *Andererseits*: Dass es das *Endziel* einer jeden Aktiengesellschaft sein
muss, *Gewinne zu erwirtschaften*, erscheint dem Gesetzgeber derart selbstver-
ständlich, dass er diesen Umstand in der Legaldefinition der Aktiengesellschaft
nicht einmal explizit erwähnt. Vielmehr empfindet er es als wesentlich zu
sagen, dass von dieser Zielsetzung nur *ausnahmsweise* – nämlich nur mit Zu-
stimmung *aller* Aktionäre⁶⁸ – *abgewichen* werden könne. OR 620 Abs. 3 be-
stimmt:

„Die Aktiengesellschaft kann *auch* für andere als wirtschaftliche Zwe-
cke gegründet werden.“⁶⁹

Dass Aktiengesellschaften prinzipiell 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, Generalversammlungsbe-
schlüsse anzufechten: Nach OR 706 Abs. 2 Ziff. 4 kann jeder einzelne Aktionär

⁶⁶ Begleitbericht zum Vorentwurf zur Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts im Obliga-
tionenrecht vom 2.12.2005, 63.

⁶⁷ Vgl. dazu etwa PHILIPP HABEGGER, Die Auflösung der Aktiengesellschaft aus wichtigen Grün-
den, Diss. Bern 1996 = ASR 588; JAKOB HÖHN, Andere sachgemässe und den Beteiligten zu-
mutbare Lösungen im Sinne von Art. 736 Ziff. 4 OR, in: FS Forstmoser, Zürich 1993, 113 ff.

⁶⁸ Dazu sogleich nachstehend, bei FN 70.

⁶⁹ Hervorhebung hinzugefügt. Auch diese Bestimmung soll gemäss Vorentwurf vom 2.12.2005
ersatzlos gestrichen werden, womit aber wiederum keine Änderung der Rechtslage beabsichtigt
ist, sondern lediglich der Verzicht auf Ausführungen zu einer Selbstverständlichkeit (vgl. Be-
gleitbericht zum Vorentwurf [FN 66], 39).

– unabhängig vom Umfang seiner Kapitalbeteiligung⁷⁰ – Beschlüsse anfechten, wenn sie

„die Gewinnstrebigkeit der Gesellschaft ohne Zustimmung sämtlicher Aktionäre aufheben“.

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

So sieht OR 669 Abs. 3 die Möglichkeit der Bildung von – mittlerweile bei börsenkotierten Gesellschaften freilich zu Recht verpönten⁷¹ – *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“.

g) Diese *langfristige Orientierung* – immer unter Berücksichtigung der legitimen Interessen des Aktionariats – ist wie erwähnt von der Gerichtspraxis mehrfach bestätigt worden⁷².

⁷⁰ Also auch dann, wenn er nur eine einzige Aktie besitzt.

⁷¹ 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 Emittenten verpflichtet, in ihrer Berichterstattung ein den *tatsächlichen Verhältnissen* entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft zu vermitteln.

⁷² Vgl. etwa BGE 100 II 393 E. 4; BGE 54 II 28, dazu vorn, bei FN 57. – Dass die legitimen Interessen der Aktionäre – und namentlich auch der Minderheitsaktionäre – stets Beachtung finden müssen, ist eindrücklich in BGE 126 III 266 ff. zum Ausdruck gebracht worden: Das Bundesgericht hiess in jenem Entscheid die Klage auf Auflösung einer AG gut, weil diese über viele Jahre hinweg nur Verluste gemacht hatte und keine Perspektive – ja nicht einmal eine Absicht – bestand, dass sich dieser Umstand ändern würde. Die Auflösung erfolgte, ohne dass – wie sonst bei Auflösungsklagen üblich – eine Reihe von gerichtlichen Auseinandersetzungen vorangegangen wäre.

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

1. Die Fokussierung auf das Unternehmensinteresse: sachgerecht und rechtskonform

a) Der Shareholder- wie auch der Stakeholder-Value-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 Mitarbeiter und alle weiteren Stakeholder (einschliesslich der Allgemeinheit) schafft.
- 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) bildet. *Prosperiert ein Unternehmen, dann kann es attraktiver Arbeitgeber und verlässlicher Vertragspartner sein, aber auch hohe Renditen für die Investoren erwirtschaften.* Konzentriert es sich hingegen 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 gezeigt⁷³ – 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 Zielvorgabe dienen zu können⁷⁴. Aufgrund der vorstehenden Ausführungen bieten sich folgende *Präzisierungen und Konkretisierungen* an:

a) Die Verfolgung von Unternehmens- bzw. Gesellschaftsinteressen bedeutet Ausrichtung auf *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 SMITH⁷⁵ ihren Segen nicht *allen legitimerweise Interessierten* spenden kann, da ist der *Staat gefordert*⁷⁶.

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 Allgemeinheit) ein rasches Ende absehbar ist. Nach dem berühmten Wort von MILTON FRIEDMAN: „The business of business is business.“

c) In aller Regel werden aber Grossunternehmen – und damit die börsenkotierten Aktiengesellschaften – *im Eigeninteresse auf ihr 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 ist⁷⁷ –, und sie beugen

⁷³ Vgl. vorn, bei FN 39 ff.

⁷⁴ So vor allem von LAMBERT (FN 39), a.a.O.

⁷⁵ Vgl. ADAM SMITH, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Dublin, Whitestone, 1776.

⁷⁶ Vgl. dazu vorn, bei FN 35.

⁷⁷ Vgl. statt aller VON DER CRONE (FN 36), 265 und vorn, bei FN 25.

staatlicher Regulierung vor⁷⁸. 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 Aktiengesellschaft⁷⁹ und *Endziel einer jeden börsenkotierten Publikumsgesellschaft* muss es sein, *Gewinne zu erwirtschaften*. Nur so kann sie sich das erforderliche Kapital für ihr Weiterbestehen und für den – im Interesse aller Stakeholder liegenden – erfolgreichen Ausbau des Unternehmens sichern. Nur so kann sie für Investoren attraktiv bleiben, guter Arbeitgeber und verlässlicher Lieferant bzw. Abnehmer sein und ihrer „sozialen Verantwortung“ gegenüber Mitarbeitern und Dritten nachkommen. Und nicht zuletzt kann sie auch nur so einen *Obolus an die Staatskasse* abliefern, der die Allgemeinheit freut.

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 börsenkotierten Aktiengesellschaften ist die *nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes*, und an dieser Zielsetzung ist das Verhalten gegenüber dem Aktionariat wie auch gegenüber den Mitarbeitern 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 eine solche 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 finden lässt.

⁷⁸ Dies jedenfalls, solange sich der Staat an das in westlichen Marktwirtschaften auf der Ebene der Sonntagspredigten kaum bestrittene, in der Praxis freilich immer wieder ignorierte Subsidiaritätsprinzip hält.

⁷⁹ Zwar ist es zulässig, Aktiengesellschaften mit *gemeinnützigen* Zielsetzungen zu gründen, 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 oder betriebswirtschaftlichen Gründen gewählt haben.

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 12'000⁸⁰.

Der Verwaltungsrat präferierte die zweite Offerte und setzte dies mit Hilfe der Stimmkraft der Grossaktionäre und der die Stimmrechte von Kunden ausübenden Banken (Depotstimmrechte) auch durch. Er berief sich auf die besseren Chancen für den Weiterbestand des Unternehmens (und damit letztlich auf den Schutz der Mitarbeiter). 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 Mitarbeiter, von denen man sich im Zuge der Veräusserung trennen würde, den Interessen der eigenen Aktionäre an der Erzielung des Höchstpreises vorgezogen werden⁸¹?
- Eine Minderheit klagt auf Auflösung der Gesellschaft aus wichtigem Grund. Darf – oder soll – der Richter aus Gründen des Unternehmensinteresses die an sich gerechtfertigte Klage abweisen⁸²?

⁸⁰ Es ging um die Übernahme der La Suisse Versicherungsgesellschaft durch die Rentenanstalt (heute Swiss Life) im August 1988 (vgl. ROLF WATTER, Unternehmensübernahmen, Habil. Zürich 1990, 72 f.; NZZ vom 8.11.1994, 28). Die Auseinandersetzung hat sich somit vor dem Inkrafttreten des Schweizer Börsengesetzes am 1.2.1997 ereignet. Unter der heutigen Ordnung wäre der Verwaltungsrat wohl nicht umhin gekommen, den Aktionären die höchste Offerte vorzuschlagen.

⁸¹ Vgl. FuW vom 15.5.2004, 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. mehr geboten haben soll – eine Differenz, die sich freilich zum Teil auch aus unterschiedlichen Vertragsbedingungen (Modalitäten der Kaufpreiszahlung, Garantien etc.) erklärt haben mag.

⁸² Das 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 Kollektivinter-

- Eine Gesellschaft verlegt aus Kostengründen die Produktion ins Ausland, schafft mithin zwar im Ausland neue Arbeitsplätze, baut aber im Gegenzug inländische Arbeitsplätze ab. Ist dieser Entscheid gerechtfertigt – oder zwingend –, obwohl er verdienten Arbeitnehmern die Stelle kostet und vielleicht einer ganzen Region Probleme schafft?
- d) In solchen Fällen führen der Shareholder- und der Stakeholder-Value-Ansatz bzw. die Ausrichtung entweder auf das Aktionärsinteresse allein oder aber auf die Interessen aller irgendwie Betroffenen zu unterschiedlichen Entscheidungen. Aktionärsinteressen werden den Interessen der Mitarbeiter vorgezogen oder aber 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 und Geschäftsleitung in der Praxis seltener sind als zu erwarten wäre – mit einer Ausnahme allenfalls hinsichtlich der vierten geschilderten Konstellation, die im Zuge einer globalen Umschichtung der Arbeitsplätze gerade bei traditionellen Schweizer (und europäischen) Unternehmen recht oft vorkommen dürfte⁸³.

se ist aber nicht generell dem Individualinteresse der Minderheit vorzuziehen, sondern diesem im Prinzip gleichwertig ...“ (BGE 105 II 128).

Diese Aussage darf freilich nicht als Votum zugunsten einer Bevorzugung der Individualinteressen von Aktionären gegenüber dem Unternehmensinteresse verstanden werden; sie erklärt sich vielmehr aus den besonderen Umständen, was auch in der Würdigung des Entscheides gebührend betont wird: 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 Aktiva der Tochtergesellschaften selbst und ihrer Unternehmen) zu versilbern. 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 also nur um die Abwägung der Interessen eines Minderheitsaktionärs gegenüber denen des Mehrheitsaktionärs, welcher seine Mehrheitsmacht während langer Jahre missbraucht hatte. Man darf davon ausgehen, dass das Bundesgericht anders entschieden hätte, wenn Arbeitsplätze betroffen gewesen wären.

Zur salomonischen Lösung von OR 736 Ziff. 4 vgl. vorn, bei FN 67.

⁸³ Fragen kann man sich, ob es sich hier wirklich um einen „hard case“ handelt, bei dem sich die Interessen der Aktionäre und die der übrigen Stakeholder – auch langfristig betrachtet – widersprechen: Denn das Festhalten an inländischen Arbeitsplätzen für Aufgaben, die im Ausland um ein Vielfaches günstiger erfüllt werden können, ist mittel- und längerfristig chancenlos und existenzgefährdend, mithin auch nicht im Interesse der Arbeitnehmerschaft als Ganzer und der Allgemeinheit. Im langfristigen Interesse des Unternehmens – und aller an ihm Interessierten – liegt es vielmehr, in der Schweiz Strukturen zu schaffen, die auf internationaler – ja globaler – Ebene konkurrenzfähig sind und die es erlauben, in der Schweiz Arbeitsplätze für Hochqualifizierte zu erhalten und aufzubauen. Dass hier der Bildungs- und Ausbildungssektor gefordert ist und dass

IV. Vernichtung von Arbeitsplätzen trotz eines brillanten Geschäftsabschlusses: pflichtgemässes Verhalten oder Verantwortungslosigkeit?

a) Wie ist die in den eingangs zitierten Leserbriefen kommentierte und in Schweizer Grossunternehmen während der letzten Jahre vielfach getroffene Entscheidung, trotz hoher Gewinne Arbeitsplätze abzubauen, anhand des hier vertretenen Kriteriums der *nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswertes* zu beurteilen? Eine enge betriebswirtschaftliche oder eine auf die kurzfristigen Interessen des gegenwärtigen Aktionariats ausgerichtete Betrachtungsweise hilft nicht weiter, ebenso wenig aber eine Berufung auf übergeordnete volkswirtschaftliche Ziele. Vielmehr lautet die Frage, ob die angekündigte *Massnahme langfristig betrachtet für das Unternehmen Mehrwert schafft*.

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

- den Ruf eines Unternehmens als *Arbeitgeber* sowohl im Hinblick auf seine Fähigkeit, neue Talente anzuziehen, als auch mit Blick auf die Motivation und Loyalität der derzeitigen Angestellten,
- die Reaktion der *Kunden*,
- die Auswirkungen auf das *Ansehen* eines Unternehmens *in der Politik* und *bei den Sozialpartnern*,
- oder kurz: die *Reputation* eines Unternehmens.

c) Neben der „richtigen“, auf das langfristige Unternehmensinteresse ausgerichteten Entscheidung ist schliesslich die *Kommunikation* entscheidend. Ein Grossunternehmen kommt nicht umhin, sein Tun und Lassen allen Beteiligten zu erklären, den Aktionären wie auch den Mitarbeitern und der Allgemeinheit. *Transparenz* – nicht nur der Zahlen und der strategischen und taktischen Entscheide, sondern auch der Entscheidungsgründe – steigert nachhaltig den Unternehmenswert, fördert das Aktionärsvertrauen und erhöht die soziale Verankerung. In dieser Hinsicht besteht zweifellos bei manch einer Schweizer Publikumsgesellschaft Verbesserungspotential, und es ist auch dies ein langfristig zu

es dafür grosser Anstrengungen des öffentlichen wie des privaten Sektors und einer intensiven „Public Private Partnership“ bedarf, sei nur am Rande vermerkt.

konzipierendes Unterfangen. Jedenfalls zeigen die Reaktionen in breiten Kreisen der Bevölkerung, für welche die eingangs skizzierten Leserbriefe exemplarisch stehen, dass die Kombination von Gewinnsteigerung und Arbeitsplatzabbau *für viele Stakeholder nicht – oder noch nicht – einsichtig ist.*