

Shareholder contra Stakeholder

Wem gehört eine Firma?

Gastkommentar

von JOEL FISCHER und ROLF WATTER

Der Kapitalismus scheint in einer Sinnkrise. Steigende soziale Ungleichheit, Umweltschäden und globale Herausforderungen wie der Klimawandel scheinen diese Wirtschaftsform grundsätzlich infrage zu stellen. Laut einer Gallup-Umfrage von 2018 bewerten nur noch 45 Prozent von Millennials in den USA den Kapitalismus positiv, 51 Prozent den Sozialismus.

Die Sinnkrise scheint so gross, dass über 180 CEO der grössten amerikanischen Unternehmen mit einem der fundamentalen Paradigmata des Wirtschaftslebens und damit auch der Governance von Unternehmen brachen: In einer Erklärung des Business-Roundtable wurde der «Primat des Shareholder-Value» aufgegeben. Neu sollen Unternehmen neben den Aktionären gleichzeitig vielfältigen Interessengruppen wie Arbeitnehmern, Kunden oder Lieferanten dienen (Stakeholder-Ansatz). Auch soziale Ziele wie Umweltschutz oder Diversity sollen gefördert werden. Es wird dabei betont, dass jedes dieser Ziele und jeder Stakeholder essenziell ist und für alle Mehrwert generiert werden soll.

Auch in der Schweiz und im Schweizer Recht wird über die Frage, ob sich die oberste Unternehmensführung am Shareholder-Value oder an den Interessen von Stakeholdern auszurichten habe, immer wieder diskutiert. Das heutige Schweizer Gesellschaftsrecht sagt dabei nicht explizit, dass Aktionärsinteressen im Vordergrund stünden. Art. 717 OR spricht davon, dass der Verwaltungsrat (VR) die «Interessen der Gesellschaft in guten Treuen» zu wahren habe. Andererseits kann gemäss Art. 706 OR die Gewinnstrebigkeit einer AG nur mit Zustimmung sämtlicher Aktionäre aufgehoben werden. Gerichtsurteile gibt es kaum.

Die Rechtslehre legt heute die relevanten Bestimmungen mehrheitlich so aus, dass der VR primär die langfristigen Aktionärsinteressen, verstanden als langfristige Wertsteigerung der Gesellschaft, im Auge haben soll. Der VR soll also zum Beispiel nicht den Forschungsetat kürzen, obwohl das die Gewinne kurzfristig steigert; andererseits soll er auch überschüssige Liquidität an Aktionäre zurückführen oder sogar Schulden in einem vernünftigen Mass zulassen (um Geld für Dividenden oder Aktienrückkäufe zur Verfügung zu haben), wenn dies langfristig sinnvoll ist (was beim heutigen Zinsniveau durchaus der Fall sein kann).

Klar ist auch, dass der VR Eigeninteressen nicht vor diejenigen des Unternehmens oder der Aktionäre stellen darf: Weder darf er Firmenmittel für Zwecke verwenden, die nicht im Interesse des Unternehmens sind (zum Beispiel Geld

für Zwecke spenden, die keinen erkennbaren Reputationsgewinn bringen), noch ein grosszügiges Übernahmeangebot ablehnen, nur weil er sein Mandat nicht verlieren will.

Aus Corporate-Governance-Sicht muss der Primat des Interesses der Aktionäre an langfristiger Wertsteigerung beibehalten werden: Nur so hat der VR eine klare Vorgabe, wie er die Strategie auszurichten und das Management auszuwählen und zu leiten hat. Nur die Existenz eines solchen «Kompasses» erlaubt es den Aktionären, die Leistung des VR zu beurteilen und ihn, wenn er andere Interessen grundlos bevorzugt (seien es die Interessen von Stakeholdern oder gar die eigenen), abzuwählen oder im Fall von gravierenden Verstössen finanziell zur Rechenschaft zu ziehen.

Dies heisst nicht, dass VR und Management nicht «sozial» agieren sollen. Es bedeutet nur, dass Ausgaben in diesen Bereichen letztlich der langfristigen Wertsteigerung dienen müssen. Wenn etwa Hinweise darauf bestehen, dass ein klimagerechtes Verhalten es einem Unternehmen erleichtert, junge Talente anzuziehen, sind entsprechende Ausgaben (die aber dann auch kommuniziert werden müssen) klarerweise zulässig.

Der Shareholder-Value-Ansatz und die freie Marktwirtschaft sind sicherlich nicht perfekt. Ein Teil der Probleme löst sich aber, wenn man konsequent die langfristige Wertsteigerung als Ziel definiert. Dies impliziert die Berücksichtigung der relevanten Interessengruppen, bindet dies aber in einen übergeordneten Zweck ein.

Freilich bleiben auch dann noch Marktversagen oder soziale Probleme: Diese werden aber nicht durch eine Vielzahl diffuser, teilweise konträrer Ziele gelöst, die eine klare Führung und Überwachung erschweren und mit denen letztlich jedes Verhalten (auch solches im Eigeninteresse des Managements) gerechtfertigt werden kann. Auch ist es fragwürdig, dass Werturteile zu sozialen Fragen nicht auf dem demokratischen Weg der Gesetzgebung, sondern von einer kleinen Gruppe gefällt werden sollen, die bei deren Verfolgung noch «other people's money» – das der Aktionäre – einsetzt.

Wir vergessen oft, welche spektakulären Wohlfahrtsgewinne durch die freie Marktwirtschaft erzielt worden sind, da der Sozialismus als abschreckendes Beispiel seit Ende des Kalten Krieges nicht mehr präsent ist. Das Bekenntnis zum Stakeholder-Ansatz scheint ein Versuch, dieser Skepsis zu begegnen; es darf aber bezweifelt werden, dass dies ein taugliches Mittel ist.

Joel Fischer und **Rolf Watter** sind Rechtsanwälte bei Bär & Karrer AG. Rolf Watter ist Mitglied diverser Verwaltungsräte. Joel Fischer hat zur Verantwortlichkeit des VR dissertiert.