



Joel Fischer\*

# Shareholder Value, Corporate Social Responsibility und Gegenvorschlag zur Konzernverantwortungsinitiative

## Sieben goldene Regeln als Kompass für Verwaltungsrat und Management

### Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Shareholder Value vs. Stakeholder Ansatz und CSR
- III. Erklärung des Business Roundtable
- IV. Ökonomische Grundlagen
  1. Idee der Wertschöpfung durch freie Märkte
  2. Probleme des marktwirtschaftlichen Systems und kurzfristiges Denken
    - 2.1 Marktversagen und verwandte Probleme
    - 2.2 Kurzfristiges Denken («short-termism»)
- V. Beurteilung des Shareholder Value und Stakeholder Ansatzes
  1. Shareholder Value Ansatz als Wohlstandsgenerator für alle Stakeholder
  2. Zielkonflikt und unklare Führung: Accountability to everyone means accountability to no one
  3. Ungeeignetes Instrument zur Korrektur von Marktversagen
  4. Demokratiedefizit
- VI. Rechtslage unter gegenwärtigem und neuem Aktienrecht
  1. Pflicht zur Steigerung des Unternehmenswerts als Verwirklichung des Gesellschaftsinteresses
    - 1.1 Lehre und Rechtsprechung
    - 1.2 Stellungnahme
  2. Aktienrechtliche Verantwortlichkeit und Business Judgement Rule
  3. Zweckbestimmung in den Statuten
  4. Aktienrechtsrevision
  5. Konzernverantwortungsinitiative und indirekter Gegenvorschlag
    - 5.1 Transparenz über nichtfinanzielle Belange
    - 5.2 Sorgfaltspflichten und Transparenz bezüglich Konfliktmaterialien und Kinderarbeit
    - 5.3 Strafrechtliche Sanktionen bei Verstoss gegen Berichterstattungspflichten
    - 5.4 Inkrafttreten
- VII. Sieben goldene Regeln als Kompass für die Unternehmensführung
  1. Handlungsmaxime für VR und GL ist die langfristige Steigerung des Unternehmenswertes
  2. Im Rahmen der Maxime der Wertvermehrung dürfen und müssen Stakeholderinteressen berücksichtigt werden
  3. Keine Wahrnehmung von Stakeholderinteressen, wenn dies dem Ziel langfristiger Wertsteigerung widerspricht

4. Schutz durch BJR und Ermessen bei der Berücksichtigung von Stakeholderinteressen
  5. Vor Entscheiden zu Stakeholderinteressen sind Kosten und Nutzen sorgfältig abzuwägen
  6. Es besteht keine Pflicht zur kurzfristigen Gewinnsteigerung
  7. Die Unternehmensführung muss sich an geltendes Recht halten
- VIII. Fazit

### I. Einleitung

Haben Unternehmen eine soziale Verantwortung und wenn ja, welche? Wonach sollen Unternehmen ihr Handeln ausrichten? Steht der Shareholder Value im Vordergrund oder sollen primär die Bedürfnisse aller Stakeholder wie Arbeitnehmer, Lieferanten oder die Gesamtgesellschaft befriedigt werden? Diese Fragen haben in letzter Zeit sowohl in der Schweiz als auch international stark an Beachtung gewonnen.<sup>1</sup> In der Schweiz wurden diese Themen etwa jüngst im Rahmen der Abstimmung zur Konzernverantwortungsinitiative und dem Gegenvorschlag des Parlaments landesweit debattiert. Die weitgehende Konzernverantwortungsinitiative scheiterte zwar am Ständemehr, dafür wird aber aller Voraussicht nach der Gegenvorschlag in Kraft treten. Dieser verankert Berichterstattungspflichten zu klassischen Stakeholderanliegen, wie Umweltschutz, Sozialbelange und Arbeitnehmerbelange. Daneben werden auch Sorgfalts- und Berichterstattungspflichten zu Kinderarbeit und Konfliktmineralien statuiert.

International hat in dieser Frage die Erklärung des Business Roundtable, einer der wichtigsten US-Wirtschaftsverbände, für hohe Wellen gesorgt. Dieser hat Ende 2019

\* Dr. Joel Fischer, MSc Oxford in Law and in Finance, Rechtsanwalt bei Bär & Karrer AG. Der Autor dankt Prof. Dr. Rolf Watter, Dr. Eric Stupp und Ferdinand Berthold für die geschätzten Anmerkungen, sowie Perla Bachmann für die wertvolle Unterstützung beim Verfassen dieses Beitrages.

<sup>1</sup> Siehe zu den Bestrebungen für eine verantwortungsvolle Unternehmensführung auf nationaler Ebene (wie z.B. der vom Bundesrat kürzlich revidierte CSR-Aktionsplan) die Botschaft des Bundesrates zur Volksinitiative «Für verantwortungsvolle Unternehmen – zum Schutz von Mensch und Umwelt» vom 15. September 2017, BBI 2017 6335 ff., 6370 ff. Für die aktuellsten globalen Entwicklungen vgl. SECO, Internationale CSR-Standards und Entwicklungen, abrufbar unter [https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/Aussenwirtschaftspolitik\\_Wirtschaftliche\\_Zusammenarbeit/Wirtschaftsbeziehungen/Gesellschaftliche\\_Verantwortung\\_der\\_Unternehmen.html](https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/Aussenwirtschaftspolitik_Wirtschaftliche_Zusammenarbeit/Wirtschaftsbeziehungen/Gesellschaftliche_Verantwortung_der_Unternehmen.html) (zuletzt besucht am 25. Januar 2021).

medienwirksam eine kleine Sensation verkündet: In seinem neuen Statement zum *Purpose of a Corporation* gab er das Primat des Shareholder Values auf, das er seit 1997 vertrat. Stattdessen verpflichteten sich die Mitglieder des Business Roundtable, für alle Stakeholder (wie insbesondere Lieferanten, Arbeitnehmer, Kunden, aber auch Aktionäre) Mehrwert zu generieren.<sup>2</sup> Dadurch sollen die Unternehmen ihre soziale Verantwortung (sog. *Corporate Social Responsibility*, kurz CSR) besser wahrnehmen.

Die Debatte um den Shareholder Value und CSR ist im gesamtgesellschaftlichen Kontext zu sehen. So wächst die Kritik am kapitalistischen Wirtschaftssystem aufgrund globaler Herausforderungen wie sozialer Ungleichheit, Umweltschäden oder Klimawandel und der Rückhalt in der Bevölkerung für den Kapitalismus scheint zu schwinden. Laut einer Gallup-Umfrage von 2018 bewerteten beispielsweise nur noch 45 % der Millennials in den USA den Kapitalismus positiv, während 51 % dem Sozialismus positiv gesinnt waren.<sup>3</sup> Begründet wird die positive Bewertung des Sozialismus oft damit, dass der Kapitalismus nicht dem Wohl der Allgemeinheit, sondern nur einer kleinen Elite diene.<sup>4</sup>

Die derzeitige Corona-Krise wird die Debatte um den Zweck von Unternehmen wohl noch zusätzlich befeuern. So hat die New York Times bereits moniert, dass sich die Unternehmen in der Corona-Pandemie nicht an die Prinzipien halten, zu welchen sie sich in der Business Roundtable-Erklärung verpflichtet haben.<sup>5</sup> Auch ist zu erwarten, dass angesichts der immensen staatlichen Zuschüsse an die Unternehmen zur Überbrückung der Corona-Krise Forderungen aus der Politik laut werden, dass sich die Unternehmen als Gegenleistung für verschiedene Stakeholder (wie Arbeitnehmer und Lieferanten) einsetzen und auch soziale Ziele berücksichtigen sollen.

In diesem Artikel soll die «Gretchenfrage» der Wirtschaftswelt nach dem Zweck von Unternehmen aus rechtlicher Sicht beleuchtet werden. Schlussendlich geht es hierbei um die Frage, auf welche Ziele die Unternehmung<sup>6</sup> ihre Tätigkeit ausrichten soll und was als Maxime für das Handeln der Führung, insbesondere des Verwaltungsrats (VR) und der Geschäftsleitung (GL), gelten soll.

Es sollen zunächst die ökonomischen Grundlagen dargestellt und die verschiedenen Ansätze bewertet werden. Danach wird die aktuelle Rechtslage, unter besonderer Behandlung des Gegenvorschlags zur Konzernverantwortungsinitiative, untersucht. Zuletzt sollen VR und Management anhand praktischer Beispiele Leitlinien für deren Verhalten gegeben werden.

## II. Shareholder Value vs. Stakeholder Ansatz und CSR

Jede Organisation, die etwas erreichen möchte, muss sich zunächst die Frage stellen, welche Ziele sie genau verfolgt und anhand welcher Zielgrösse man den Erfolg der Organisation messen kann.<sup>7</sup> In der Wirtschaftslehre bestehen diesbezüglich grundsätzlich zwei Hauptdenkschulen: Der Shareholder Value Ansatz und der Stakeholder Ansatz.<sup>8</sup> Dem Shareholder Value Ansatz zufolge ist das primäre Ziel der Unternehmensführung die Steigerung des langfristigen<sup>9</sup> Unternehmenswertes (des sog.

<sup>2</sup> Siehe BUSINESS ROUNDTABLE, Our Commitment, abrufbar unter <https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment> (zuletzt besucht am 22. Januar 2021); in dieselbe Richtung ging etwa auch das Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution, abrufbar unter <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution> (zuletzt besucht am 22. Januar 2021).

<sup>3</sup> Siehe zum Ganzen JOEL FISCHER/ROLF WATTER, Shareholder contra Stakeholder – wem gehört eine Firma, NZZ vom 10. September 2019, 10; FRANK NEWPORT, Democrats More Positive About Socialism Than Capitalism, abrufbar unter <https://news.gallup.com/poll/240725/democrats-positive-socialism-capitalism.aspx> (zuletzt besucht am 22. Januar 2021).

<sup>4</sup> Siehe PEW RESEARCH CENTER, In Their Own Words: Behind Americans' Views of «Socialism» and «Capitalism», abrufbar unter <https://www.people-press.org/2019/10/07/in-their-own-words-behind-americans-views-of-socialism-and-capitalism> (zuletzt besucht am 22. Januar 2021).

<sup>5</sup> PETER S. GOODMAN, Big Business Pledged Gentler Capitalism – It's Not Happening in a Pandemic, The New York Times vom 13. April 2020.

<sup>6</sup> Streng juristisch ist nicht das «Unternehmen» relevant, sondern die «Gesellschaft», welche als Rechtsträgerin des Unternehmens Verbindlichkeiten eingeht und gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen unterliegt. In der öffentlichen Debatte und in der Wirtschaftslehre spricht man aber gewöhnlich vom Unternehmen.

<sup>7</sup> MICHAEL C. JENSEN, Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, *Business Ethics Quarterly* 2/2002, 235 ff., 236.

<sup>8</sup> Die Debatte diesbezüglich in der Rechts- und Wirtschaftslehre ist keineswegs neu. Bereits in den 1930er Jahren haben ADOLF BERLE und MERRICK DODD darüber gestritten, ob Unternehmen im Interesse aller Stakeholder oder primär der Aktionäre handeln sollen. Auch in der Schweiz wurde diese Diskussion bereits in den frühen 1960er Jahren insbesondere zwischen ROLF BÄR und WALTER SCHLUEP geführt. Siehe zum Ganzen ARCHIE B. CARROLL, *Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct*, *Business & Society* 3/1999, 268 ff.; ROLF WATTER/TILL SPILLMANN, *Corporate Social Responsibility – Leitplanken für den Verwaltungsrat Schweizerischer Aktiengesellschaften*, *GesKR* 2–3/2006, 94 ff., 94; PETER FORSTMOSER, *Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung*, in: Kiesow/Ogorek/Simitis (Hrsg.), *Summa*, Dieter Simon zum 70. Geburtstag, Frankfurt am Main 2005, 207 ff., 223 f.

<sup>9</sup> Ziel des Shareholder Value Ansatzes, wie er hier verstanden wird, ist es nicht, den Aktienkurs kurzfristig in die Höhe schnellen zu lassen, sondern den Unternehmenswert langfristig zu steigern. So bereits ALFRED RAPPAPORT, einer der Gründungsväter des Shareholder Value Ansatzes: ALFRED RAPPAPORT, *Creating Shareholder Value*, 2. Aufl., New York 1998, 161; siehe hierzu hinten Kapitel IV.2.2.

*Shareholder Value*).<sup>10</sup> Nach dem Stakeholder Ansatz sind hingegen nicht vorrangig die Interessen der Anteilseigner (sog. *Shareholder*), sondern gleichrangig diejenigen anderer Anspruchsgruppen (sog. *Stakeholder*) wie der Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten und der Gesellschaft als Ganzes als Ausgangspunkt für die Steuerung des Unternehmens zu sehen.<sup>11</sup> Im Rahmen des Stakeholder Ansatzes werden i.d.R. auch soziale Ziele verankert, welche im Interesse dieser anderen Stakeholder, wie etwa des Gemeinwesens, liegen. Der Stakeholder Ansatz ist wesensverwandt mit dem Ansatz der *Corporate Social Responsibility*.<sup>12</sup> CSR ist ein Konzept, wonach Unternehmen «auf freiwilliger Basis soziale Anliegen und Umweltbelange in ihre Unternehmenstätigkeit und in die Wechselbeziehungen mit den Stakeholdern (...) integrieren» und «über die blosse Gesetzeskonformität hinaus <mehr> investieren in Humankapital, in die Umwelt und in die Beziehungen zu anderen Stakeholdern».<sup>13</sup>

Der Shareholder Value Ansatz besagt nicht, dass die Interessen aller anderen Stakeholder bedeutungslos seien. Vielmehr müssen diese auch berücksichtigt werden, um den langfristigen Wert des Unternehmens zu steigern.<sup>14</sup> So kann ein Unternehmen nur langfristig erfolgreich sein, wenn es für seine Kunden und Arbeitnehmer einen Mehrwert schafft. Diese Interessen sollen aber gemäss Shareholder Value Ansatz nur gefördert werden, wenn

dadurch auch der langfristige Shareholder Value gesteigert wird.<sup>15</sup> Der Hauptunterschied zum Stakeholder Ansatz besteht also nicht darin, dass die anderen Stakeholder irrelevant wären, sondern dass diese dem Shareholder Value nicht gleichgeordnet sind. Aus rechtlicher Sicht besteht der Unterschied der Ansätze darin, dass beim Stakeholder Ansatz die Unternehmensführung auch Handlungen vornehmen darf, die nur durch Interessen anderer Stakeholder (und nicht durch eine Wertvermehrung) gerechtfertigt sind.<sup>16</sup>

### III. Erklärung des Business Roundtable

Der Business Roundtable ist einer der einflussreichsten Wirtschaftsverbände der USA. Er umfasst die CEOs der führenden US-Unternehmen, wie etwa Apple, Amazon, Blackrock, JP Morgan und Walmart. Diese Unternehmen beschäftigen zusammen über 15 Millionen Mitarbeiter und generieren einen jährlichen Umsatz von über 7 Billionen USD<sup>17</sup> (zum Vergleich: dies ist zehnmal mehr als das Bruttoinlandprodukt der Schweizer Volkswirtschaft). Das Wort des Business Roundtable hat grosses Gewicht und weltweite Ausstrahlung. Es lohnt sich also auch in der Schweiz genau hinzusehen, wenn der Business Roundtable den Zweck von Unternehmen neu definiert. In seinem neuen Statement zum *Purpose of a Corporation* hat der Business Roundtable ein Versprechen an alle Stakeholder abgegeben («*We share a fundamental commitment to all of our stakeholders*»). Im Einzelnen haben sich Mitglieder des Business Roundtable verpflichtet:<sup>18</sup>

- einen Mehrwert für die Kunden zu schaffen;
- in die Mitarbeiter zu investieren – dabei wird auch erwähnt, dass sich die Unternehmen für Diversität und Inklusion, Würde und Respekt einsetzen;
- fair und ethisch mit den Lieferanten umzugehen;
- die Gemeinschaften zu unterstützen, in welchen die Unternehmen arbeiten – dabei wird auch erwähnt, dass die Umwelt geschützt werden soll;
- für die Aktionäre langfristig Werte zu schaffen.

<sup>10</sup> Im vorliegenden Kontext ist primär der sog. normative Shareholder Value Ansatz relevant. Dieser definiert die Maxime der Unternehmensführung. Daneben kann unter dem Shareholder Value Ansatz auch eine Reihe von Methoden und Instrumenten verstanden werden, die eine kapitalmarktorientierte Erfolgsmessung und -steuerung ermöglichen sollen. Diese sind im vorliegenden Kontext *nicht relevant*. Wenn nachfolgend vom Shareholder Value Ansatz geschrieben wird, ist der normative Ansatz gemeint. Siehe zum Ganzen etwa THOMAS DONALDSON/LEE E. PRESTON, *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications*, *Academy of Management Review* 1/1995, 65 ff., 71.

<sup>11</sup> Gewisse Autoren definieren Stakeholder sehr weit als jede Gruppe, welche den Erfolg einer Unternehmung beeinflussen kann oder davon beeinflusst wird. Im vorliegenden Kontext sollen (in Anlehnung an die Business Roundtable-Erklärung) folgende Gruppen als Stakeholder gelten: Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten, Aktionäre sowie die Gesellschaft als Ganzes. Nicht eingehender behandelt werden in diesem Artikel die Interessen der Gläubiger, welche einen separaten Themenkreis darstellen. Im Grundsatz ist das Ziel der langfristigen Wertsteigerung auch im Interesse der Gläubiger. Siehe zur Gläubiger-Thematik etwa LILIAN BÜHLMANN, *Gläubiger als Stakeholder im Gesellschaftsrecht*, Diss. Zürich/St. Gallen 2015.

<sup>12</sup> Gewisse Autoren verlangen von den Unternehmen, dass sie ihre Macht als gesellschaftliche Akteure verantwortungsbewusst einsetzen und teilweise sogar staatliche Aufgaben übernehmen. Sie sollen sich wie *good corporate citizens* verhalten, vgl. dazu KARIN MÜLLER, *Corporate Social Responsibility: Politisches Engagement von Unternehmen*, Basel 2017, 6.

<sup>13</sup> Europäische Rahmenbedingungen für die soziale Verantwortung der Unternehmen (Grünbuch), Europäische Gemeinschaften, 2001, 8; WÄTTER/SPILLMANN (FN 8), 96. In diesem Zusammenhang wird oft auf die sog. ESG-Kriterien abgestellt, wonach Nachhaltigkeit hinsichtlich der Umwelt, des Sozialen und der Unternehmensführung (Environmental Social Governance, kurz ESG) zu fördern ist, vgl. etwa ROLF H. WEBER/ANDREAS HÖSLI, *Der Klimawandel und die Finanzmärkte*, GesKR 4/2019, 574 ff.

<sup>14</sup> Vgl. FISCHER/WÄTTER (FN 3).

<sup>15</sup> Dieser Ansatz ähnelt den instrumentellen Stakeholder Theorien. Diese untersuchen, ob und inwiefern vorgegebene Ziele durch bestimmte Ausprägungen eines Stakeholder-Managements besser erreicht werden können. Normative Stakeholder Theorien gehen im Gegensatz zu den instrumentellen Theorien davon aus, dass Interessen der Stakeholder nicht nur zur besseren Erfüllung übergeordneter Ziele, sondern ihrer selbst willen berücksichtigt werden sollen, siehe DONALDSON/PRESTON (FN 10), 71.

<sup>16</sup> Es handelt sich hierbei um den normativen Stakeholder Ansatz; siehe FN 15.

<sup>17</sup> Abrufbar unter <https://www.businessroundtable.org/about-us> (zuletzt besucht am 22. Januar 2021).

<sup>18</sup> Siehe BUSINESS ROUNDTABLE (FN 2).

Danach wird festgehalten, dass *alle Stakeholder* essenziell sind und dass für *alle Stakeholder* ein Wertbeitrag geschaffen werden soll.<sup>19</sup>

Das Statement des Business Roundtable erwähnt somit auch die Interessen der Aktionäre bzw. der Shareholder. Es ordnet diese aber den anderen Interessen nicht über. Vielmehr verpflichten sich die Unternehmen gegenüber *allen Stakeholdern* gleichzeitig und wie es scheint gleichgeordnet. Daneben werden auch soziale Ziele wie Diversität und Umweltschutz verankert. In der Summe ist dies ein Bekenntnis zum Stakeholder Ansatz und zu den Anliegen der CSR-Bewegung.

## IV. Ökonomische Grundlagen

### 1. Idee der Wertschöpfung durch freie Märkte

Eine der wichtigsten Erkenntnisse der Wirtschaftswissenschaften der letzten 250 Jahre ist, dass im System der freien Marktwirtschaft grundsätzlich die Maximierung des Eigennutzens zur effizienten Allokation der Ressourcen und damit zur Steigerung des Wohlstands führt. ADAM SMITH hat diesen Zusammenhang in seinem berühmten Werk über den Wohlstand der Nationen erstmals aufgedeckt: «*It is not from the benevolence of the butcher, the brewer, or the baker, that we expect our dinner, but from their regard to their own interest. We address ourselves, not to their humanity but to their self-love, and never talk to them of our own necessities but of their advantages.*»<sup>20</sup> Kein Marktteilnehmer verfolgt primär das Ziel, den allgemeinen Wohlstand einer Volkswirtschaft zu maximieren. Im freien Markt entscheidet aber (im Gegensatz zu einer staatlich geleiteten Wirtschaft) im Grundsatz jeder Konsument, was ihm wie viel Geld wert ist. So müssen Anbieter im freien Markt ein Gut anbieten, welches für andere so viel Mehrwert schafft, dass diese dafür genug Geld bezahlen wollen, um die Herstellungskosten (plus Gewinn) zu decken. Über Angebot und Nachfrage wird durch die bekannte *unsichtbare Hand* dafür gesorgt, dass im vollkommenen Markt die Güter effizient<sup>21</sup> und damit volkswirtschaft-

lich wünschenswert alloziert werden (ohne dass dies von den einzelnen Marktteilnehmern direkt beabsichtigt wurde).

Überträgt man die Theorie der *unsichtbaren Hand* auf die Betriebsökonomie, wird klar, dass das Streben der Unternehmen nach Gewinn den Interessen der Öffentlichkeit zugutekommt. An die Stelle des eigennützig handelnden Individuums tritt das auf Gewinnmaximierung ausgerichtete Unternehmen.<sup>22</sup> Was Menschen bereit sind für ein Produkt zu zahlen, kann als Mass dafür genommen werden, welchen Wert die Menschen diesem Produkt beimessen bzw. welchen Nutzen die Gesellschaft hiervon hat. Die Kosten für die Herstellung des Produktes sind ein Massstab dafür, was die Gesellschaft aufwenden muss, um das entsprechende Produkt zu erlangen. Der Gewinn als Differenz dieser beiden Werte kann somit als Wegweiser dafür dienen, welchen (Netto-)Mehrwert Unternehmen für die Gesellschaft kreieren.<sup>23</sup> Wenn Unternehmen also den Gewinn maximieren, maximieren sie grundsätzlich auch ihren gesellschaftlichen Wohlstandsbeitrag. Vor diesem Hintergrund entstand die bekannte Aussage von MILTON FRIEDMAN, wonach die einzige Aufgabe und soziale Verantwortung eines Unternehmens in der Gewinnmaximierung liege.<sup>24</sup> Der Shareholder Value wiederum ist nichts Anderes als die langfristige Bewertung der Summe dieser zu erwartenden Wohlstandsbeiträge bzw. Gewinne in der Zukunft.<sup>25</sup> Die Maximierung des (langfristigen) Shareholder Values ist somit im Grundsatz die Maximierung des langfristigen Wohlstandsbeitrags der Unternehmung.<sup>26</sup> Die Maxime besagt schlussendlich, dass so lange in die Herstellung eines Gutes investiert wird, wie es jemanden

menten kann man die Umverteilungsziele besser und auf Kosten geringerer Effizienz einbussen erreichen, siehe hierzu HANS CASPAR VON DER CRONE/KARIN BEYELER/DANIEL DÉDEYAN, Stakeholder im Aktienrecht, ZSR 4/2003, 409 ff., 441 f. m.w.H.

<sup>22</sup> THE ECONOMIST, The good company, abrufbar unter <https://www.economist.com/sites/default/files/special-reports-pdfs/3555199.pdf> (zuletzt besucht am 22. Januar 2021), 9.

<sup>23</sup> THE ECONOMIST (FN 22), 9; WERNER NEUS, Einführung in die Betriebswirtschaftslehre aus institutionenökonomischer Sicht, 10. Aufl., Tübingen 2018, 173; vgl. JENSEN (FN 7), 239.

<sup>24</sup> MILTON FRIEDMAN, The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits, The New York Times Magazine vom 13. September 1970, 124.

<sup>25</sup> Vgl. SVEN MUSSLER/JAN MAYERHÖFER, Markenbewertung als Steuerungsinstrument, in: Arnold/Englert/Eube (Hrsg.), Werte messen – Werte schaffen, Wiesbaden 2000, 439 ff., 446 f.; vgl. auch JENSEN (FN 7), 239.

<sup>26</sup> Die Maximierung des Shareholder Values als Ziel der Unternehmen stellt auch sicher, dass den Unternehmen genügend Kapital zur Verfügung gestellt wird. Die anderen Stakeholder, welche an der Wertschöpfung des Unternehmens beteiligt sind (wie Lieferanten und Arbeitnehmer), erhalten normalerweise eine vertraglich geregelte Vergütung für ihren Beitrag. Dem Shareholder dagegen steht kein vertraglich geregelter, fixer Betrag zu. Er erhält den Residualwert, der nach der Bezahlung der Pflichten des Unternehmens aus den einzelnen Verträgen mit den Stakeholdern übrig bleibt und trägt das Risiko, dass das Unternehmen keinen Gewinn erzielt. Stellt das Management andere Interessen vor die Erzielung eines Gewinns, besteht die Gefahr, dass Kapitalgeber nicht mehr dazu bereit sind, dem Unternehmen das nötige Kapital zur Verfügung zu stellen.

<sup>19</sup> «*Each of our stakeholders is essential. We commit to deliver value to all of them, for the future success of our companies, our communities and our country.*»

<sup>20</sup> ADAM SMITH, An Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations, London 1776, Book 1 Chapter 2, 2.

<sup>21</sup> Als effizient wird eine Situation dann bezeichnet, wenn sie pareto-optimal ist. Dies ist der Fall, wenn es keine Möglichkeit gibt, die Ressourcen so zu verteilen, dass mindestens Einer besser gestellt wird, ohne gleichzeitig Andere schlechter zu stellen, vgl. WATTER/SPILLMANN (FN 8), 97. Von der effizienten Einsetzung der Ressourcen ist ihre gerechte Verteilung zu unterscheiden. Grundsätzlich geht man in der Lehre der ökonomischen Analyse des Rechts davon aus, dass die bessere Verteilungsgerechtigkeit nicht mit den Mitteln des Zivilrechts bzw. Gesellschaftsrechts, sondern in erster Linie mittels Steuer- und Sozialrecht zu erreichen ist. Mit diesen Instru-



gibt, für den dieses Gut mehr wert ist, als für dessen Herstellung aufgewendet werden muss.<sup>27</sup>

Selbstverständlich ist der Gewinn bzw. der Shareholder Value kein perfekter Massstab für den Wohlstandsgewinn und es bestehen durchaus Probleme, wie etwa Marktversagen, auf die nachfolgend genauer eingegangen wird.<sup>28</sup> Auch sollte man eigennütziges Verhalten bzw. die Gewinnmaximierung nicht mit skrupelloser kurzfristiger Gewinnsteigerung um jeden Preis und unter Missachtung aller anderen Interessen oder gar von gesetzlichen Vorschriften verwechseln.<sup>29</sup> Langfristig kann ein Unternehmen den Shareholder Value nur steigern, wenn es auch die Interessen anderer Stakeholder berücksichtigt, da diese ansonsten nicht oder zumindest nicht auf effiziente Weise mit dem Unternehmen kooperieren.<sup>30</sup> Im Grundsatz hat sich die – in der Schweiz verfassungsmässig verankerte<sup>31</sup> – freie Marktwirtschaft mit gewinnorientierten Unternehmen aber trotz dieser Probleme als spektakulärer Wohlstandsgenerator erwiesen.<sup>32</sup>

Die Stärke dieses Systems basiert eben gerade darauf, dass kein altruistisches Verhalten der Marktteilnehmer verlangt wird, wie dies etwa in kommunistischen Systemen der Fall ist. Stattdessen können die Marktteilnehmer eigennützig agieren und trotzdem das Gemeinwohl stärken. Wie bereits ADAM SMITH bemerkt hat, ist der Altruismus der Menschen eher ein knappes Gut, wohingegen der Eigennutz im Überfluss vorhanden ist.<sup>33</sup>

## 2. Probleme des marktwirtschaftlichen Systems und kurzfristiges Denken

Wie eben aufgezeigt, führt der Shareholder Value Ansatz in einem funktionierenden, vollkommenen Markt grundsätzlich zu einer effizienten Allokation der Ressourcen bzw. zur Förderung des Wohlstandes.<sup>34</sup> Nun gibt es aber Situationen, in denen der Markt nicht funktioniert und es zu keiner effizienten Verteilung der Ressourcen kommt. Auch kann ein falsch verstandener Shareholder

Value Ansatz, der sich nur auf die kurzfristige Gewinnsteigerung fokussiert, den langfristigen Unternehmenswert und damit auch den langfristigen Wertbeitrag von Unternehmen gefährden. Diese Probleme bieten eine Grundlage zur Kritik am Shareholder Value Ansatz und sollen nachfolgend genauer untersucht werden.

### 2.1 Marktversagen und verwandte Probleme

Die Koordination und Allokation durch den Markt kann in gewissen Situationen unvollkommen sein und zu gesellschaftlich unerwünschten Nebeneffekten führen (sog. Marktversagen).<sup>35</sup> In diesen Situationen können beim Unternehmen Anreize bestehen, konträr zu den Interessen der Gesellschaft zu handeln und ihr dadurch zu schaden.<sup>36</sup> Es existieren vier Hauptursachen des Marktversagens:<sup>37</sup>

- Externe Effekte
- Vorliegen öffentlicher Güter
- Übermässige Marktmacht
- Informationsasymmetrie

In der Folge soll beispielhaft anhand verschiedener Stakeholder aufgezeigt werden, wie sich diese Formen des Marktversagens sowie weitere verwandte Probleme negativ auf das Gemeinwesen bzw. die betroffenen Stakeholder auswirken können.

#### a. Externe Effekte und Umweltemissionen auf Kosten des Gemeinwesens

Um sicherzustellen, dass ein privates Unternehmen das Gemeinwohl fördert, müssen die Preise auf dem Markt die echten sozialen Kosten und Nutzen widerspiegeln.<sup>38</sup> Bei gewissen Geschäften entstehen jedoch (negative<sup>39</sup>) *externe Effekte*: Dabei werden die Nachteile, die bei Dritten wegen Handlungen eines Akteurs entstehen, nicht vom Verursacher ausgeglichen.<sup>40</sup> Entsprechend werden solche externen Effekte bei der Preisbildung nicht berücksichtigt und der Anbieter kann die Güter mit zu tiefen Kosten produzieren oder vertreiben und zu einem zu geringen Preis anbieten. Aufgrund des zu niedrigen Preises werden die Güter in zu grosser Menge nachgefragt bzw. produziert und es kommt zu einer

<sup>27</sup> JENSEN (FN 7), 239.

<sup>28</sup> Siehe zum Problem des Marktversagens hinten Kapitel IV.2.1.

<sup>29</sup> Siehe zum Problem des kurzfristigen Denkens hinten Kapitel IV.2.2 und zu den gesetzlichen Vorschriften hinten Kapitel VII.7.

<sup>30</sup> Fehlendes Vertrauen zwischen den Stakeholdern kann zu wirtschaftlich ineffizienten Verhaltensmustern führen. So treibt grundsätzlich der Eigennutzen ein Unternehmen dazu, seine Mitarbeiter gut zu behandeln. Ein Mitarbeiter wird z.B. seine Zeit eher für die Entwicklung gewisser spezifischer, für seinen Arbeitgeber nützlicher Fähigkeiten aufwenden, wenn er weiss, dass sich auch der Arbeitgeber bis zu einem gewissen Grad loyal verhalten wird. Siehe hierzu hinten Kapitel IV.2.1b sowie Kapitel IV.2.1e.

<sup>31</sup> Die Schweiz hat sich auf Verfassungsebene zur freien Marktwirtschaft bekannt; siehe Art. 94 BV; Botschaft des Bundesrates über eine neue Bundesverfassung vom 20. November 1996, BBI 1997 I 1 ff., 294.

<sup>32</sup> Vgl. ANGUS MADDISON, *Growth and Interaction in the World Economy: The Roots of Modernity*, Washington D.C. 2005, 16 ff.

<sup>33</sup> THE ECONOMIST (FN 22), 9; SMITH (FN 20), Book 1 Chapter 2, 2.

<sup>34</sup> Siehe zur Verteilungsgerechtigkeit FN 21.

<sup>35</sup> PETER EISENHUT/JAN-EGBERT STURM, *Aktuelle Volkswirtschaftslehre*, Chur 2020, 60 ff.

<sup>36</sup> RORY SULLIVAN/CRAIG MACKENZIE, *Responsible Investment*, New York 2006, 23.

<sup>37</sup> ROBERT S. PINDYCK/DANIEL L. RUBINFELD, *Microeconomics*, 9. Aufl., New York 2018, 616 ff.

<sup>38</sup> THE ECONOMIST (FN 22), 10.

<sup>39</sup> Möglich sind auch sog. positive externe Effekte, welche dem Verursacher nicht zugutekommen. Bei solchen positiven externen Effekten wird zu wenig von einem Gut produziert, da der dem Produzenten vergütete Nutzen geringer ist als der gesamte soziale Nutzen, vgl. PINDYCK/RUBINFELD (FN 37), 654 ff.

<sup>40</sup> JOCHEN SCHUMANN/ULRICH MEYER/WOLFGANG STRÖBELE, *Grundzüge der mikroökonomischen Theorie*, 9. Aufl., Berlin 2011, 39.

Fehlallokation.<sup>41</sup> In dieser Situation ist der Wert, welcher die produzierten Güter für die Gesellschaft haben, geringer als die gesamten sozialen Kosten, welche für deren Produktion bzw. Vertrieb anfallen. Als Konsequenz des Vorliegens externer Effekte und der damit verbundenen Überproduktion der Güter scheidet der Markt daran, die soziale Wohlfahrt zu maximieren bzw. reduziert die Wohlfahrt sogar.<sup>42</sup>

Gegenüber der *Umwelt* entstehen negative externe Effekte, wenn eine Person durch ihre Aktivitäten «Kosten» für die Umwelt verursacht, ohne diese in die Kostenrechnung einkalkulieren zu müssen.<sup>43</sup> Ein Beispiel dafür ist eine Fabrik, die ihr Abwasser in den benachbarten Fluss abführen kann, ohne für die Kosten der Flussreinigung aufkommen zu müssen.<sup>44</sup> Da die Fabrik hier lediglich die privaten oder internen Produktionskosten und nicht die sozialen Kosten zu tragen hat, profitiert sie entschädigungslos von der Umweltbelastung.<sup>45</sup> Ein aktuelles und wichtiges Beispiel für externe Kosten stellt die Klimaerwärmung dar.<sup>46</sup> Firmen, welche im Rahmen ihrer Tätigkeit zum Klimawandel beitragen, müssen dessen Kosten (die sich teilweise erst in der Zukunft voll entfalten) nicht tragen. Dadurch werden die Güter in zu hohem Masse produziert und konsumiert. In diesem Fall maximieren Anbieter und Konsumenten deren Nutzen auf Kosten der Umwelt bzw. des Gemeinwesens und späterer Generationen.<sup>47</sup>

Marktversagen im Umweltbereich entstehen auch dadurch, dass hier oft sog. *öffentliche Güter* wie etwa saubere Luft betroffen sind. Öffentliche Güter zeichnen sich dadurch aus, dass Dritte nicht von deren Konsum ausgeschlossen werden können<sup>48</sup> und dass deren Nutzung durch ein Individuum grundsätzlich nicht die Nutzung durch eine andere Person beeinträchtigt.<sup>49</sup> Da jeder von öffentlichen Gütern profitieren kann, wird sich i.d.R. niemand finden lassen, der bereit ist, dafür einen Preis zu bezahlen.<sup>50</sup> Mangels eines Preises kann wiederum kein Gewinn erzielt werden und so wird sich – trotz grosser Nachfrage – niemand finden, der dazu bereit ist,

das Gut zu produzieren.<sup>51</sup> Auch in diesem Fall versagt der Markt.<sup>52</sup>

In Bezug auf die *Umwelt* stellt auch die Erschöpfung frei zugänglicher Ressourcen (sog. Allmendgüter, auch *Commons*) durch Übernutzung (sog. *Tragedy of the Commons*) ein grosses Problem dar.<sup>53</sup> Bei Allmendgütern ist das Ausschlussprinzip nicht anwendbar; die Nutzung des Gutes durch ein Individuum beeinträchtigt aber die Nutzung durch eine andere Person. Insofern unterscheiden sich Allmendgüter von den öffentlichen Gütern. Klassische Allmendgüter sind Regenwälder oder der Fischbestand der Meere. Durch Abholzung der Regenwälder und Überfischung der Meere profitieren einige wenige Unternehmen von frei zugänglichen Ressourcen, ohne für die Nutzung aufkommen zu müssen. Schlussendlich werden Allmendgüter, wie der Fischbestand, auf Kosten der Allgemeinheit erschöpft und die Umwelt erleidet langfristige Schäden.<sup>54</sup>

## b. Arbeitnehmer

Im Verhältnis zwischen Arbeitnehmern und Arbeitgeber bestehen mannigfaltige Möglichkeiten des Marktversagens. Zunächst besteht eine gegenseitige *Informationsasymmetrie*<sup>55</sup> zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmern. So kann der Arbeitgeber zumindest bei Vertragsantritt die Leistungsfähigkeit und -willigkeit der Arbeitnehmer nur bedingt überprüfen. Auf der anderen Seite kann der Arbeitnehmer etwa Karriereversprechen des Arbeitgebers oder die Arbeitsatmosphäre auch nur schwer beurteilen. Dies kann zu einer Fehlallokation zwischen Arbeitnehmer und Arbeitgeber führen.<sup>56</sup> Im Weiteren lassen sich die exakten Leistungen von Arbeitnehmer und Arbeitgeber im Arbeitsvertrag auch nicht genau festlegen.<sup>57</sup> Aus der resultierenden Unsicherheit ergeben sich verschiedene Ineffizienzen und Probleme. So ist es für einen idealen Einsatz der Arbeitnehmer erforderlich, dass diese sog. *arbeitgeberspezifische Investitionen* (z.B. in ihre Ausbildung) tätigen. Solche Investitionen sind nur für den spezifischen Arbeitgeber nützlich und können bei anderen Arbeitgebern nicht oder nur mit Einbussen verwendet werden.<sup>58</sup> Durch diese Investitionen kann der Arbeitnehmer in eine Abhängigkeit gelangen.

<sup>41</sup> EISENHUT/STURM (FN 35), 60 ff.

<sup>42</sup> SULLIVAN/MACKENZIE (FN 36), 24.

<sup>43</sup> WATTER/SPILLMANN (FN 8), 98.

<sup>44</sup> VON DER CRONE/BEYELER/DÉDEYAN (FN 21), 443.

<sup>45</sup> WATTER/SPILLMANN (FN 8), 98.

<sup>46</sup> Vgl. zum Einfluss der Boni auf den Klimaschutz HERMANN J. STERN/ROLF WATTER, *Manager-Boni contra Klimaschutz*, GesKR 1/2020, 78 ff.

<sup>47</sup> Vgl. PINDYCK/RUBINFELD (FN 37), 653 ff.; RETO JACOBS, *Marktwirtschaftlicher Umweltschutz aus rechtlicher Sicht: Zertifikatslösungen im Luftreinhalterecht der USA und der Schweiz*, Diss. Zürich 1997, 12.

<sup>48</sup> Sog. Nicht-Anwendbarkeit des Ausschlussprinzips, siehe etwa PINDYCK/RUBINFELD (FN 37), 683 ff.

<sup>49</sup> Sog. Nicht-Rivalität im Konsum, siehe EISENHUT/STURM (FN 35), 60 ff.

<sup>50</sup> Vgl. SCHUMANN/MEYER/STRÖBELE (FN 40), 40.

<sup>51</sup> Zum Beispiel die Säuberung dreckiger Luft.

<sup>52</sup> Siehe zum Ganzen auch WATTER/SPILLMANN (FN 8), 98.

<sup>53</sup> GARRETT HARDIN, *The Tragedy of the Commons*, Science Vol. 162 1968, 1243 ff., 1244.

<sup>54</sup> Vgl. EMIL YOUNG, *State Intervention and Abuse of the Commons: Fisheries Development in Baja California Sur, Mexico*, Annals of the Association of American Geographers 2/2001, 283 ff.

<sup>55</sup> Siehe zu Informationsasymmetrien etwa JOEL FISCHER, *Information und Verantwortlichkeit des Verwaltungsrates*, Diss. Bern 2018, 39 ff.

<sup>56</sup> WATTER/SPILLMANN (FN 8), 99; VON DER CRONE/BEYELER/DÉDEYAN (FN 21), 447.

<sup>57</sup> VON DER CRONE/BEYELER/DÉDEYAN (FN 21), 447.

<sup>58</sup> Ein Beispiel wäre etwa die Erlangung einer Qualifikation, welche nur für diesen Arbeitgeber von Nutzen ist.

Hierbei besteht dann die Gefahr, dass der Arbeitgeber diese Abhängigkeit durch opportunistisches Verhalten (z.B. zu tiefe Löhne) ausnutzt.<sup>59</sup> Auf der anderen Seite besteht aber auch für den Arbeitgeber die Gefahr, dass der Arbeitnehmer die arbeitgeberspezifischen Investitionen aus Furcht vor der Abhängigkeit bzw. einem opportunistischen Verhalten des Arbeitgebers nicht tätigt.<sup>60</sup> Ein weiteres Problem für den Arbeitnehmer ist, dass er sein gesamtes Humankapital bei einem Arbeitgeber *konzentriert*.<sup>61</sup> Im Gegensatz zu Investoren, welche in verschiedene Unternehmen investieren können, besteht für Arbeitnehmer die Möglichkeit der Risikodiversifizierung nur begrenzt. Schliesslich besteht zuweilen die Gefahr, dass der Arbeitgeber über *Marktmacht* verfügt, welche es ihm erlauben kann, die Arbeitnehmer durch opportunistisches Verhalten zu benachteiligen und ihnen schlechtere Bedingungen zu bieten, als es im vollkommenen Arbeitsmarkt der Fall wäre.<sup>62</sup> Ein Beispiel wäre etwa ein wenig mobiler Arbeitsmarkt, der von einem Arbeitgeber dominiert wird.<sup>63</sup> Der Arbeitgeber kann hier die Zahl der Arbeitsplätze und damit die Lohnkosten tiefer halten als bei vollständiger Konkurrenz und dadurch seinen Gewinn optimieren.<sup>64</sup> Er reduziert hierbei die wirtschaftliche Aktivität unter das volkswirtschaftliche Optimum und es entsteht ein Nettowohlfahrtsverlust im Vergleich zum vollkommenen Markt.<sup>65</sup>

### c. Lieferanten

Ähnliche Probleme wie bei Arbeitnehmern bestehen auch zwischen dem Unternehmen und seinen Lieferanten als Stakeholder des Unternehmens. So kann *Marktmacht* des Unternehmens gegenüber den Lieferanten auch zu Marktversagen führen. Des Weiteren besteht auch bei Lieferanten die Problematik, dass diese zuweilen gewisse Investitionen tätigen, die nur für den spezifischen Abnehmer von Nutzen sind. So kann der Lieferant, der im Vertrauen auf eine langjährige Ge-

schaftsbeziehung Investitionen in neue Spezialmaschinen tätigt, die nur für den Abnehmer verwendet werden können, in Abhängigkeit zum Abnehmer geraten.<sup>66</sup> Dieser kann die Abhängigkeit wiederum auf Kosten des Lieferanten ausnutzen und es besteht die Gefahr, dass der Lieferant die an sich effizienten Investitionen unterlässt, um diese Abhängigkeit zu vermeiden (sog. *Hold-up Problem*).<sup>67</sup> Zuletzt können auch im Verhältnis zwischen Lieferanten und Abnehmer *Informationsasymmetrien* zu einer ineffizienten Ressourcenallokation führen.

### d. Aktionäre

Teilweise wird in der Stakeholder-Debatte vergessen, dass auch die Aktionäre der Gefahr unterliegen, dass ihre Interessen nicht adäquat wahrgenommen werden. Im Vordergrund steht hier die *Principal-Agent*-Problematik zwischen dem Aktionär als Principal und dem Management<sup>68</sup> als Agent. Ursache des Agenturproblems ist eine Informationsasymmetrie zwischen Management und Aktionären, die es dem Management ermöglicht, seine Interessen auf Kosten des Principals zu verwirklichen.<sup>69</sup> Die Agenturprobleme führen zu verschiedenen sog. *Agenturkosten*.<sup>70</sup> Dies sind zunächst die Kosten für die Überwachung sowie die Bindung des Agents (z.B. mittels Lohnanreizen) zur Verhinderung von opportunistischem Verhalten. Trotz dieser Bemühungen kann das opportunistische Verhalten des Agents i.d.R. nicht vollständig verhindert werden. Die verbleibenden Nachteile (sog. *Residual Loss*) sind eine weitere Form der Agenturkosten.<sup>71</sup>

Die Problematik wird verschärft durch den Umstand, dass es sich für die Aktionäre bei grosser Streuung des Aktionariats oft nicht lohnt, sich zu informieren und Einfluss zu nehmen, da die Kosten hierfür höher sind als der daraus resultierende Nutzen (sog. *rationale Apathie*).<sup>72</sup> Dies gilt umso mehr, als die Möglichkeit besteht, als Trittbrettfahrer vom Handeln aktiver Aktionäre zu profitieren.<sup>73</sup>

<sup>59</sup> Der Arbeitgeber würde sich dann den Nutzen dieser arbeitgeberspezifischen Investitionen aneignen, ohne die Arbeitnehmer angemessen zu entschädigen und so ungerechtfertigt Vorteile auf Kosten der Arbeitnehmer erwerben, vgl. VON DER CRONE/BEYELER/DÉDEYAN (FN 21), 449.

<sup>60</sup> Siehe VON DER CRONE/BEYELER/DÉDEYAN (FN 21), 447 f.; WATTER/SPILLMANN (FN 8), 99; vgl. zur Faktorspezifität RUDOLF RICHTER/ÉRIK G. FURUBOTN, *Neue Institutionenökonomik*, 4. Aufl., Tübingen 2010, 154, 506 f.

<sup>61</sup> Siehe VON DER CRONE/BEYELER/DÉDEYAN (FN 21), 447 ff, m.w.H.; WATTER/SPILLMANN (FN 8), 99.

<sup>62</sup> WATTER/SPILLMANN (FN 8), 99.

<sup>63</sup> Bei einer marktbeherrschenden Stellung des Nachfragers spricht man von einem Monopson. Siehe hierzu N. GREGORY MANKIW/MARK P. TAYLOR, *Grundzüge der Volkswirtschaftslehre*, Stuttgart 2018, 7. Aufl., 507 f.

<sup>64</sup> Ähnlich wie ein Monopolist kann auch ein Monopsonist Menge und Preis beeinflussen. Er wird daher berücksichtigen, dass eine höhere Nachfrage nach Beschäftigten zu einem höheren Lohnniveau führt. Dies führt im Vergleich zum vollkommenen Markt zu einer geringeren Nachfrage bzw. einem geringeren Lohnniveau und einem Wohlfahrtsverlust; siehe MANKIW/TAYLOR (FN 63), 507 f.

<sup>65</sup> Siehe hierzu MANKIW/TAYLOR (FN 63), 507 f.

<sup>66</sup> MICHAEL FRITSCH, *Marktversagen und Wirtschaftspolitik*, 10. Aufl., München 2018, 258 ff.; RICHTER/FURUBOTN (FN 60), 100, 305.

<sup>67</sup> FRITSCH (FN 66), 258.

<sup>68</sup> Siehe hierzu sowie zum mehrstufigen Principal-Agent-Problem zwischen GL, VR (der die GL überwachen sollte) und Aktionär FISCHER (FN 55), 33 ff.

<sup>69</sup> FISCHER (FN 55), 33, 42 ff.; WATTER/SPILLMANN (FN 8), 100.

<sup>70</sup> Siehe hierzu etwa ARNOLD PICOT ET AL., *Die grenzenlose Unternehmung*, 6. Aufl., Wiesbaden 2020, 64 ff.

<sup>71</sup> Es gibt zahlreiche mögliche Nachteile, welche dem Aktionär aufgrund der Agenturproblematik entstehen können. Dies geht von der direkten Bereicherung auf Kosten der Gesellschaft bis hin zu Investitionen, welche im Interesse des Managements, aber nicht der Gesellschaft liegen; vgl. hierzu FISCHER (FN 55), 42 ff.

<sup>72</sup> FISCHER (FN 55), 36; ANDREAS CAHN/DAVID C. DONALD, *Comparative Company Law*, 2. Aufl., Cambridge 2018, 474 f. m.w.H.

<sup>73</sup> WATTER/SPILLMANN (FN 8), 100. Siehe zur Nicht-Anwendbarkeit des Ausschlussprinzips bei öffentlichen Gütern vorne Kapitel IV.2.1a.



Die dargestellten Probleme können zu *erheblichen Wohlstandsverlusten* führen. So bewirkt, wie oben dargestellt,<sup>74</sup> die Verwendung des Kapitals des Unternehmens im langfristigen Interesse der Aktionäre (bei einem funktionierenden Markt) die Erhöhung des Gesamtwohlstandes. Wird die Kapitalallokation aber gestört und das Kapital etwa opportunistisch im Interesse des Managements verwendet, wird dadurch eben nicht das Gesamtwohl (sondern nur die Partikularinteressen des Managements) gefördert.<sup>75</sup>

### e. Korrekturmechanismen bei Marktversagen

Marktversagen kann mittels vielfältiger Massnahmen entgegengewirkt werden.<sup>76</sup> Nachfolgend werden ein paar ausgesuchte Korrekturmechanismen erläutert. Für die vorliegende Fragestellung von besonderer Bedeutung sind die Bemühungen, Marktversagen durch die Wahl des Stakeholder Ansatzes zu korrigieren. Dieser wird separat unter Ziffer V im Rahmen der Gegenüberstellung des Shareholder Value und Stakeholder Ansatzes behandelt.

Marktversagen infolge *externer Kosten*, etwa im Umweltbereich, kann mittels *Internalisierung* der externen Kosten beim Verursacher (oder beim Abnehmer) begegnet werden.<sup>77</sup> Dadurch werden die sozialen externen Kosten wieder bei der Preisbildung berücksichtigt, was dazu führt, dass bei der Produktion des Gutes alle externen Kosten gedeckt werden und das Gut in der richtigen Menge produziert wird.<sup>78</sup> Dies kann etwa über Haftungsregeln (ein eher missglücktes Beispiel hierfür wäre die Konzernverantwortungsinitiative<sup>79</sup> gewesen), Verhandlungslösungen<sup>80</sup> oder Steuern<sup>81</sup> und Abgaben erfolgen.<sup>82</sup> In der Schweiz hat das Parlament beispielsweise jüngst das CO<sub>2</sub>-Gesetz verabschiedet, das eine Flugticketabgabe von CHF 30 bis 120 pro Ticket vorsieht.<sup>83</sup> Damit will man dem durch den Flugverkehr verursachten CO<sub>2</sub>-Ausstoss entgegenwirken. Da ein Referendum ergriffen wurde, wird (sofern das Referendum gültig zustande kommt) die Schweizer Bevölkerung dieses Jahr über diese Abgabe abstimmen. Die Schwierigkeit der Internalisierungsidee liegt bei der Ermittlung der

externen Kosten und der Zurechnung auf einen Verursacher. Dies ist besonders schwierig, wenn Umweltschäden wie im Fall der Klimaerwärmung erst mit beträchtlicher zeitlicher Verzögerung erkennbar werden und auf komplexen Modellrechnungen basieren.<sup>84</sup> Ein weiteres Problem ist, dass externe Kosten oft globale Auswirkungen haben (z.B. die Klimaerwärmung) und eine Lösung daher auch globale Regelungen erfordert, da ansonsten deren Ziele nicht erreicht werden können und zusätzlich Standortnachteile entstehen.<sup>85</sup> Ist eine Internalisierung sinnvoll<sup>86</sup> umsetzbar, kann diese ein sehr wirksames Mittel sein, welches die Kosten verursachergerecht verteilt und zur Wiederherstellung der Allokationseffizienz führt.<sup>87</sup> Die praktischen Probleme bei deren Umsetzung führen aber dazu, dass der Staat oft eher Grenzwerte, Zielwerte und Standards festsetzt und versucht, diese zu implementieren.<sup>88</sup> Gerade im Umweltbereich hat in den vergangenen Jahren im Weiteren auch der Schutz der Reputation der Unternehmen als Korrekturmechanismus an Bedeutung gewonnen.

Den erwähnten Problemen der *Arbeitnehmer* kann insbesondere mit staatlichen Massnahmen begegnet werden, welche (im Gegensatz zum Gesellschaftsrecht) direkt beim Problem ansetzen. Als Korrektur der Konzentration des Humankapitals beim Arbeitgeber als auch des Risikos arbeitgeberspezifischer Investitionen dienen insbesondere Arbeitslosen- und Sozialversicherungen. So dient etwa die Arbeitslosenversicherung der Überbrückung eines Jobverlusts und stellt Hilfen zur Verfügung, um den Verlust arbeitgeberspezifischer Investitionen zu kompensieren (z.B. mittels Umschulungsmassnahmen). Diese Hilfen der Versicherungen unterstützen auch direkt die Produktivität des Arbeitnehmers und somit den notwendigen Struktur- und Technologiewandel.<sup>89</sup> Daneben bestehen auch zwischen Arbeitnehmer und Arbeitgeber verschiedene Korrekturmöglichkeiten, welche das Problem abschwächen. So ist es durchaus im Interesse des Arbeitgebers, das Risiko arbeitgeberspezifischer Investitionen zu entschädigen, damit der Arbeitnehmer diese tätigt. Auch besteht beim Arbeitgeber aus Reputationsgründen ein Interesse daran, die Abhängigkeit des Arbeitnehmers nicht auszunutzen, da ansonsten die Rekrutierung neuer Mitarbeiter sowie die Bereitschaft der

<sup>74</sup> Siehe hierzu vorne Kapitel IV.1.

<sup>75</sup> Vgl. FISCHER (FN 55), 34.

<sup>76</sup> Siehe hierzu HANSJÖRG DREWELLO/FRANK KUPFERSCHMIDT/OLIVER SIEVERING, Markt und Staat, Wiesbaden 2018, 250 ff.

<sup>77</sup> Siehe hierzu JACOBS (FN 47), 12 ff.; FRITSCH (FN 66), 105 ff.

<sup>78</sup> Ziel ist somit nicht, dass keine externen Kosten wie etwa Umweltauswirkungen entstehen, sondern dass diese mit dem Preis gedeckt sind. Wird z.B. eine Steuer für Emissionen erhoben, könnte der Staat mit den Steuereinnahmen Massnahmen vorsehen, um die negativen Effekte der Emissionen zu beseitigen.

<sup>79</sup> Siehe hierzu hinten Kapitel VI.5.

<sup>80</sup> Siehe hierzu bzw. zum sog. Coase-Theorem FRITSCH (FN 66), 122 ff., 156.

<sup>81</sup> Siehe zur sog. Pigou-Steuer FRITSCH (FN 66), 112 ff.

<sup>82</sup> Vgl. FRITSCH (FN 66), 142 ff.; WATTER/SPILLMANN (FN 8), 101.

<sup>83</sup> Art. 44 Abs. 1 Bundesgesetz über die Verminderung von Treibhausgasemissionen (CO<sub>2</sub>-Gesetz) vom 25. September 2020, SR 641.71.

<sup>84</sup> Siehe zum Ganzen: FRITSCH (FN 66), 142 ff.; JACOBS (FN 47), 19 ff.; PINDYCK/RUBINFELD (FN 37), 659 ff.

<sup>85</sup> WATTER/SPILLMANN (FN 8), 101.

<sup>86</sup> Die sinnvolle Umsetzung erfordert nicht zwingend, dass man die Kosten exakt bemessen und zuteilen kann. Es reicht bereits, dass diese annäherungsweise bemessen und zugeteilt werden können.

<sup>87</sup> Siehe zu Vor- und Nachteilen von Steuern im Gegensatz zu Grenzwerten bzw. Standards PINDYCK/RUBINFELD (FN 37), 661 ff.

<sup>88</sup> Dies kann z.B. mittels Auflagen oder Gewährung von Subventionen geschehen.

<sup>89</sup> Ausführlich hierzu VON DER CRONE/BEYELER/DÉDEYAN (FN 21), 463 ff.



Mitarbeiter, solche arbeitgeberspezifische Investitionen zu tätigen, darunter leiden würden.<sup>90</sup>

Schlussendlich bestehen auch Korrekturmassnahmen für *Informationsasymmetrien*. Hinsichtlich des Principal-Agent-Problems zwischen Aktionär und Management sind dies etwa Transparenzvorschriften, Haftungsregeln sowie die Überwachung und Incentivierung des Managements.

## 2.2 Kurzfristiges Denken («short-termism»)

Eine Kritik am Shareholder Value Ansatz besteht darin, dass er kurzfristiges Denken des Managements fördere.<sup>91</sup> Hierbei wählt das Management eine Vorgehensweise, die kurzfristig positive Ergebnisse liefert, auf langfristige Sicht jedoch suboptimale, wenn nicht sogar destruktive Auswirkungen zeitigt.<sup>92</sup> Ein Beispiel für *short-termism* ist etwa, wenn aufgrund übermässiger Konzentration auf kurzfristige Gewinne auf wichtige Investitionen in Forschung und Entwicklung verzichtet wird und die langfristige Ertragskraft des Unternehmens dadurch leidet.<sup>93</sup> Das Problem des kurzfristigen Denkens lässt sich anhand des Beispiels von Ford aufzeigen: In den Jahren 2015 und 2016 verkündete Ford Rekordgewinne. Gleichzeitig sank der Aktienkurs während diesen zwei Jahren um 21 %, da Ford zu wenig in elektrische und selbstfahrende Autos investiert hatte.<sup>94</sup> Oft ist auch opportunistisches Verhalten des Unternehmens auf Kosten anderer Stakeholder, wie z.B. Kunden oder Arbeitnehmer, nur kurzfristig vorteilhaft, aber langfristig, unter anderem aufgrund von Reputationsverlusten, schädlich.<sup>95</sup>

Als Ursachen für *short-termism* gelten unter anderem die übermässige Fokussierung der Manager auf Quartalsabschlüsse und die kurzfristige Entwicklung des Börsenkurses.<sup>96</sup> In der Tat lässt sich nicht leugnen, dass das Handeln im Management teilweise zu stark auf die Quartalsabschlüsse ausgerichtet ist. Sätze wie «*take care of this quarter's numbers, and the future will take care of itself*» sind keine Seltenheit in der Führungsriege. Auch

empirische Studien legen dies nahe. So würde es gemäss einer Studie über die Hälfte von 400 befragten Managern ablehnen, ein Projekt mit einem sehr positiven *Net Present Value* zu initiieren, wenn deshalb die Konsensprognose für die nächsten Quartalszahlen unterboten würde.<sup>97</sup> Der prominente US-Gesellschaftsrechtler Martin Lipton geht gar soweit, dass man aufgrund dieser Probleme die vierteljährliche Berichtspflicht aufheben sollte.<sup>98</sup>

Das Problem des kurzfristigen Denkens liegt jedoch nicht beim Shareholder Value Ansatz, sondern bei seiner teilweise falschen Anwendung.<sup>99</sup> Ziel des richtig verstandenen Shareholder Value Ansatzes ist es, den Unternehmenswert langfristig zu steigern.<sup>100</sup> Der Unternehmenswert hängt indessen nicht primär vom kurzfristigen Gewinn oder gar von den Quartalszahlen ab, sondern ergibt sich aus dem Gegenwartswert der abdiskontierten zu erwartenden zukünftigen Cashflows.<sup>101</sup> Ziel ist somit eben nicht die kurzfristige Gewinnmaximierung, sondern die Maximierung des Werts dieser zukünftigen Cashflows. Auch der Börsenkurs sollte grundsätzlich diesen Unternehmenswert bzw. den Gegenwartswert der zukünftigen Gewinnflüsse widerspiegeln. Wie gut dies gelingt, ist in der Wirtschaftswissenschaft umstritten.<sup>102</sup> Es lässt sich aber wohl nicht leugnen, dass dies zumindest zeitweise bzw. kurzfristig nicht immer vollstän-

<sup>90</sup> VON DER CRONE/BEYELER/DÉDEYAN (FN 21), 449 m.w.H. Ähnliche Korrekturmechanismen bestehen auch zur Hold-up-Problematik bei den Lieferanten.

<sup>91</sup> Vgl. ROBERT RIEG, Dynamics of value-based management: Does shareholder value cause short-termism, *Journal of Management Control* 2–3/2015, 193 ff.

<sup>92</sup> ALFRED RAPPAPORT, Saving Capitalism from short-termism: How to build long-term value and take back our financial future, McGraw Hill 2011, 4; zum Ganzen etwa auch KEVIN J. LAVERTY, Economic «Short-Termism»: The Debate, The Unresolved Issues, and the Implications for Management Practice and Research, *Academy of Management Review* 3/1996, 825 ff.

<sup>93</sup> RAPPAPORT, Saving Capitalism (FN 92), 6.

<sup>94</sup> ALEX EDMANS, Trading as a Stewardship Mechanism, abrufbar unter <http://alexedmans.com/wp-content/uploads/2015/03/Trading.pdf> (zuletzt besucht am 22. Januar 2021).

<sup>95</sup> Vgl. FISCHER/WATTER (FN 3).

<sup>96</sup> Dies wird teilweise durch Lohnreize für Manager verstärkt, welche sich an solch kurzfristigen Grössen orientieren (z.B. Bonuspläne, welche die gute kurzfristige finanzielle Performance belohnen).

<sup>97</sup> JOHN R. GRAHAM/CAMPBELL R. HARVEY/SHIVA RAJGOPAL, The economic Implications of Corporate Financial Reporting, abrufbar unter <https://www.nber.org/papers/w10550> (zuletzt besucht am 22. Januar 2021).

<sup>98</sup> MARTIN LIPTON, Legal & General Calls for End to Quarterly Reporting, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, abrufbar unter <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/08/19/legal-general-calls-for-end-to-quarterly-reporting/> (zuletzt besucht am 22. Januar 2021).

<sup>99</sup> Vielfach wird die Fokussierung auf den kurzfristigen Gewinn oder kurzfristigen Aktienkurs fälschlicherweise als Maximierung des Shareholder Values tituiert, vgl. RAPPAPORT, Saving Capitalism (FN 92), 47 f.

<sup>100</sup> Siehe hierzu vorne Kapitel II.

<sup>101</sup> Immerhin ist darauf hinzuweisen, dass die zeitliche Präferenz bzw. die Bewertung eines Finanzflusses in der Gegenwart im Vergleich zu einem solchen in der Zukunft zu einem gewissen Grad auch eine Frage individueller Präferenzen ist.

<sup>102</sup> Diese Thematik wird unter dem Titel der Kapitalmarkteffizienzhypothese diskutiert. Dieser zufolge spiegelt der Börsenkurs alle verfügbaren, marktrelevanten Informationen wider. Es wird hierbei zwischen drei Graden differenziert: Nach der schwachen Kapitalmarkteffizienzhypothese werden alle historisch marktrelevanten Informationen, nach der halbstarken alle öffentlich verfügbaren marktrelevanten Informationen und nach der strengen auch alle nicht öffentlich zugänglichen marktrelevanten Informationen berücksichtigt. In der Tendenz geht man mehrheitlich davon aus, dass die Märkte wohl informationseffizient in der halbstarken Form sind, wobei dies umstritten ist. Damit sind sie auch anfällig für Fehlinformationen und es fehlen (zumindest teilweise) nicht öffentlich zugängliche Informationen. Zum Ganzen MARKUS RUFFNER, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich 2000, 359 ff.; SANFORD J. GROSSMAN/JOSEPH E. STIGLITZ, On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, *American Economic Review* 3/1980.

dig der Fall ist.<sup>103</sup> Daher kann das zu starke Schielen der Manager auf den kurzfristigen Aktienkurs schädlich sein.<sup>104</sup> Dies gilt insbesondere, da diese (im Gegensatz zum Markt) «Insiderinformationen» haben und daher die Lage teilweise besser einschätzen können als der Aktienmarkt.<sup>105</sup> Wie das obige Beispiel von Ford zeigt, sind die Aktienmärkte aber durchaus dazu in der Lage, auch die langfristigen Ertragsaussichten miteinzukalkulieren.

In der Summe zeigt sich jedenfalls, dass sich das Problem des *short-termism* nicht aus dem Ansatz des Shareholder Values ergibt, welcher die Zukunftserwartung als wesentliches Element miteinschliesst, sondern aus einer übermässigen Fokussierung auf kurzfristige Werte, insbesondere kurzfristige Finanzzahlen.<sup>106</sup>

## V. Beurteilung des Shareholder Value und Stakeholder Ansatzes

### 1. Shareholder Value Ansatz als Wohlstandsgenerator für alle Stakeholder

Wie unter IV.1 aufgezeigt, führt die Verfolgung des Shareholder Value Ansatzes grundsätzlich zur Steigerung des Gemeinwohls. Des Weiteren verfolgt der (richtig verstandene) Shareholder Value Ansatz das Ziel, den Unternehmenswert *langfristig* zu steigern und eben nicht in ein schädliches kurzfristiges Denken zu verfallen.<sup>107</sup> Auch muss ein Unternehmen, das langfristig erfolgreich sein will, die Interessen der Stakeholder berücksichtigen. Arbeitnehmer und Kunden wollen nur dann mit einem Unternehmen zu tun haben, wenn sie erwarten, dass es ihnen dadurch besser geht.<sup>108</sup> Folglich haben das Unternehmen und dessen Aktionäre als Träger des Residualrisikos ein direktes finanzielles Interesse daran, dass die Interessen der relevanten Stakeholder gewahrt werden.<sup>109</sup> Der globale Trend zur stärkeren Rücksichtnahme auf Interessen der anderen Stakeholder kann daher durchaus im Interesse der Shareholder sein und widerspricht nicht dem Shareholder Value Ansatz, solange er in das übergeordnete Ziel der Erhöhung des Unternehmenswertes eingebettet ist.

Auch wenn das System der freien Marktwirtschaft bzw. der Shareholder Value Ansatz somit im Grundsatz zu ei-

ner Wohlstandssteigerung für die gesamte Gesellschaft (bzw. alle Stakeholder) führt, bestehen in gewissen Situationen Marktversagen. Der Stakeholder Ansatz ist aber aus mannigfaltigen Gründen ein untaugliches Mittel, um diese Marktversagen zu korrigieren, und schadet im Endeffekt dem Gemeinwohl und den Interessen der Stakeholder, wie nachfolgend gezeigt wird.

### 2. Zielkonflikt und unklare Führung: Accountability to everyone means accountability to no one

Die Trennung von Kapitalgebern und Unternehmensführung ist eine der grössten Errungenschaften des Gesellschaftsrechts. Sie ermöglicht eine effizientere Kapitalbeschaffung und damit auch einen Wohlstandsgewinn. Der Preis hierfür sind Principal-Agent-Probleme zwischen dem Management als Agent und den Investoren als Principals.<sup>110</sup> Im Vordergrund steht hier insbesondere die Gefahr, dass das Management die eigenen Interessen auf Kosten der Interessen der Eigentümer verfolgt.<sup>111</sup>

Durch den Shareholder Value Ansatz werden die Interessen des Agents auf die Interessen des Principals ausgerichtet. Das Ziel der langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes gibt einen klaren Kompass, anhand dessen das Management und der VR ihr Handeln ausrichten können.<sup>112</sup> Die Interessen der Stakeholder sind hingegen vielfältig, vage, oft nicht objektiv feststellbar<sup>113</sup> und widersprechen sich häufig. Solche komplexe, vielfältige, subjektive, diffuse, sich teils widersprechende Ziele ohne Einordnung in ein übergeordnetes System erschweren die klare Führung und Überwachung und erlauben schlussendlich beinahe jedes Verhalten zu rechtfertigen, inklusive des Verhaltens im Eigeninteresse der Manager.<sup>114</sup> Um es auf eine prägnante Formel zu bringen: «*Accountability to everyone means accountability to no one*».<sup>115</sup> Auch aus rechtlicher Sicht ist etwa die Beurteilung des Handelns des VR im Rahmen einer Verantwortlichkeitsklage nur noch schwer möglich, wenn hierfür anstelle des langfristigen Unternehmenswertes die verschiedenen Stakeholderinteressen als Richtschnur gelten sollen. Der Stakeholder Ansatz verstärkt das Principal-Agent-Problem und führt so letztlich zu Wohlstandseinbussen. So besteht die Gefahr, dass das Management

<sup>103</sup> Es ist davon auszugehen, dass zumindest die strenge Form der Kapitalmarkteffizienzhypothese wohl nicht zutrifft. Vgl. auch zur sog. stock market «myopia» LAVERTY (FN 92), 832.

<sup>104</sup> Zumindest mittelfristig ist der Börsenkurs aber durchaus eine verlässliche Wertgrösse und kann als Korrekturmechanismus für verfehlte Unternehmensstrategien dienen.

<sup>105</sup> Vgl. auch LAVERTY (FN 92), 834.

<sup>106</sup> RAPPAPORT, Saving Capitalism (FN 92), 47 f.

<sup>107</sup> Siehe hierzu vorne Kapitel IV.2.2.

<sup>108</sup> REINIER KRAAKMAN et al., The Anatomy of Corporate Law, 3. Aufl., Oxford 2017, 21 ff.

<sup>109</sup> KRAAKMAN et al. (FN 108), 21 ff.

<sup>110</sup> Siehe hierzu vorne Kapitel IV.2.1d.

<sup>111</sup> Diese Probleme werden noch verschärft bei breiter Streuung des Aktionariats, welches deren Kontrolle zusätzlich erschwert; siehe hierzu vorne Kapitel IV.2.1d.

<sup>112</sup> Vgl. FISCHER/WATTER (FN 3).

<sup>113</sup> Beim Shareholder Value Ansatz ist im Gegensatz zum Stakeholder Ansatz Erfolg und Misserfolg zumindest bis zu einem gewissen Grad objektiv beurteilbar.

<sup>114</sup> Vgl. FISCHER/WATTER (FN 3).

<sup>115</sup> Siehe die Erklärung des Council of Institutional Investors, abrufbar unter [https://www.cii.org/aug19\\_brt\\_response](https://www.cii.org/aug19_brt_response) (zuletzt besucht am 23. Januar 2021).

den Mangel an klaren Zielvorgaben primär für seine eigenen Interessen ausnutzt und Stakeholderinteressen nur «vorschiebt».<sup>116</sup> Dadurch wird die Kapitalallokation gestört und das Kapital wird opportunistisch im Interesse des Managements verwendet und nicht zur Steigerung des Gesamtwohls wie bei einer Ausrichtung auf den langfristigen Unternehmenswert.<sup>117</sup> Des Weiteren besteht hier auch die Gefahr, dass der Stakeholder Ansatz das Investitionsverhalten aktueller und potentieller Risikokapitalgeber hemmt, da diese nicht eine dem Anlagerisiko entsprechende Rendite erhalten.<sup>118</sup> Für das Unternehmen wird es dadurch schwieriger, das notwendige Risikokapital zu erlangen. Zusätzlich wächst die Gefahr der ineffizienten Einsetzung von Ressourcen der Gesellschaft.<sup>119</sup> Zuletzt sei auch erwähnt, dass die Kapitalgeber etwa auch Kleinsparer oder Pensionskassen (und damit indirekt die Arbeitnehmer) sind. Die Abnahme der Unternehmensrenditen hat somit durchaus auch direkt negative Folgen für breite Bevölkerungskreise.

In diesem Zusammenhang ist es hilfreich, sich nochmals die Unterschiede der beiden Ansätze genauer vor Augen zu führen. Auch nach dem Shareholder Value Ansatz dürfen und müssen die Interessen der Stakeholder berücksichtigt werden. Diese Interessen werden beim Shareholder Value Ansatz aber in ein übergeordnetes System eingebunden, das als Endzweck die langfristige Steigerung des Unternehmenswertes hat.<sup>120</sup> Dadurch besteht ein Kriterium, wonach bestimmt werden kann, wie sich allfällige Zielkonflikte zwischen verschiedenen Stakeholderinteressen auflösen lassen; nämlich so, dass der langfristige Wertbeitrag des Unternehmens für das Gesamtwohl bzw. der Unternehmenswert maximiert wird. Der Hauptunterschied zwischen Stakeholder und Shareholder Value Ansatz ist, dass diese Hierarchie beim Stakeholder Ansatz verloren geht und dass der Stakeholder Ansatz auch erlaubt, Stakeholderinteressen *auf Kosten des Unternehmenswertes zu berücksichtigen*. Dies wird i.d.R. aber nicht im Interesse des Gemeinwohls sein.<sup>121</sup>

### 3. Ungeeignetes Instrument zur Korrektur von Marktversagen

Auch garantiert die Postulierung von Stakeholderzielen in keiner Weise, dass hierdurch Marktversagen verhindert werden. So bestehen bei Marktversagen oft starke Kräfte im Markt, denen sich das Unternehmen nicht so einfach entziehen kann. Wenn beispielsweise ein Produkt, das die externen Kosten im Preis berücksichtigt, nicht mehr wettbewerbsfähig bzw. zu teuer ist, wird das Unternehmen dieses Produkt zumindest mittelfristig nicht verkaufen (können). Im Weiteren entstehen Marktversagen aufgrund spezifischer Probleme. Die Verfolgung des Stakeholder Ansatzes setzt aber nicht gezielt bei diesen Problemen an. Dies kann dazu führen, dass unter dem Titel Stakeholderinteressen Massnahmen getroffen werden, die nicht geeignet sind, Marktversagen zu korrigieren oder nicht einmal bei Marktversagen ansetzen. So können beispielsweise notwendige, aber unangenehme Strukturanpassungen verhindert werden, die nichts mit Marktversagen zu tun haben. Für die Korrektur von Marktversagen sind i.d.R. vielmehr Instrumente geeignet, die zielgenau und direkt auf das Marktversagen ausgerichtet sind (wie beispielsweise staatliche Abgaben zum Einpreisen externer Kosten oder Arbeitnehmerschutzgesetze).<sup>122</sup>

### 4. Demokratiedefizit

Was im Interesse des Gemeinwohls ist, wie soziale Fragen zu lösen sind und wie die Interessen der verschiedenen Stakeholder zu gewichten sind, sind schlussendlich subjektive Werturteile. Eine grosse Stärke der Marktwirtschaft ist, dass jeder selbst entscheidet, wie viel ihm ein Gut wert ist (und ob man z.B. bereit ist, für die Berücksichtigung gewisser Stakeholderinteressen mehr zu zahlen). Diese Ordnung schafft nicht nur Wohlstand, sondern wahrt auch das Selbstbestimmungsrecht des Individuums. Eine Abweichung hiervon soll nur auf demokratischem Weg möglich sein. Es ist fragwürdig, wenn Werturteile über soziale Fragen, Gerechtigkeit und Interessenausgleich nicht auf dem demokratischen Weg der Gesetzgebung, sondern von einigen Privaten gefällt werden, die hierfür auch noch «other people's money», nämlich das ihrer Aktionäre, einsetzen.<sup>123</sup>

Wo die *invisible hand* von ADAM SMITH versagt und legitime Interessen übergeht, ist primär der Staat und nicht das private Unternehmen gefordert.<sup>124</sup> Die Regierung, welche Verantwortung gegenüber dem Volk hat, sollte über Anliegen der öffentlichen Ordnung entscheiden.

<sup>116</sup> Vgl. HENRY HANSMANN/REINIER KRAAKMANN, The end of history for corporate law, abrufbar unter [http://140.247.200.140/programs/olin\\_center/papers/pdf/280.pdf](http://140.247.200.140/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf) (zuletzt besucht am 23. Januar 2021), 9; LUCIAN A. BEBCHUK/ROBERTO TALLARITA, The Illusory Promise of Stakeholder Governance, abrufbar unter <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/02/the-illusory-promise-of-stakeholder-governance/> (zuletzt besucht am 23. Januar 2021).

<sup>117</sup> Siehe hierzu vorne Kapitel IV.2.1d.

<sup>118</sup> VON DER CRONE/BEYELER/DÉDEYAN (FN 21), 454.

<sup>119</sup> VON DER CRONE/BEYELER/DÉDEYAN (FN 21), 454.

<sup>120</sup> Vgl. FISCHER/WATTER (FN 3).

<sup>121</sup> Vgl. hierzu vorne Kapitel IV.1.

<sup>122</sup> Siehe hierzu vorne Kapitel IV.2.1e; vgl. auch VON DER CRONE/BEYELER/DÉDEYAN (FN 21), 454.

<sup>123</sup> FISCHER/WATTER (FN 3); WATTER/SPILLMANN (FN 8), 107; FORSTMOSER, Gewinnmaximierung (FN 8), 221.

<sup>124</sup> FORSTMOSER, Gewinnmaximierung (FN 8), 230 f.

Das Management, welches gegenüber dem Aktionariat rechenschaftspflichtig ist, sollte die Geschäfte im Sinne des Unternehmens führen.<sup>125</sup> Ein Management, das dies nicht tut, schadet nicht nur den Aktionären und der Gesamtwirtschaft, es setzt sich auch einem unerreichbaren Anspruch aus, der mittelfristig zwangsläufig zum Vorwurf der Heuchelei führen muss.<sup>126</sup>

## VI. Rechtslage unter gegenwärtigem und neuem Aktienrecht

### 1. Pflicht zur Steigerung des Unternehmenswerts als Verwirklichung des Gesellschaftsinteresses

#### 1.1 Lehre und Rechtsprechung

Nach Art. 717 OR sind VR und GL verpflichtet, die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen zu wahren. Worin diese Interessen genau bestehen, wird in der Lehre intensiv diskutiert.<sup>127</sup> Vorliegend ist insbesondere die Frage relevant, ob unter den Interessen der Gesellschaft primär die Aktionärsinteressen an der langfristigen Steigerung des Unternehmenswerts zu verstehen sind, oder ob hierunter selbständig neben den Aktionärsinteressen auch die Interessen der anderen Stakeholder wie Arbeitnehmer, Kunden, Lieferanten und der Allgemeinheit berücksichtigt werden können.<sup>128</sup> Diese Frage ist im Aktienrecht nicht explizit geregelt (siehe aber immerhin Art. 706 Abs. 2 Ziff. 4 OR) und ist in der Lehre umstritten. Anders fand sich beispielsweise im deutschen Aktienrecht von 1937 (!) eine Verpflichtung der Unternehmensleitung, «die Gesellschaft so zu leiten, wie das Wohl des Betriebs und seiner Gefolgschaft und der gemeine Nutzen von Volk und Reich es fordern».<sup>129</sup> Nach der wohl herrschenden Lehre wird die Pflicht zur Wahrung der Interessen der Gesellschaft nach wie vor als Verpflichtung von VR und GL zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts (Shareholder Value Ansatz)

verstanden.<sup>130</sup> Wie aber bereits die neue Erklärung des Business Roundtable zeigt,<sup>131</sup> hat der Stakeholder Ansatz international, aber auch in der Schweiz,<sup>132</sup> an Bedeutung gewonnen.<sup>133</sup> Wichtig zu verstehen ist hierbei, dass auch nach dem Shareholder Value Ansatz die Interessen der anderen Stakeholder berücksichtigt werden müssen, wenn diese langfristig für den Unternehmenswert gewinnbringend sind.<sup>134</sup> Die Aussage, dass die Interessen der Stakeholder zu berücksichtigen sind, ist somit für beide Ansätze korrekt. Der Unterschied liegt darin, dass man nach dem Shareholder Value Ansatz die Interessen anderer Stakeholder nicht berücksichtigen darf, wenn dies im Konflikt mit einer langfristigen positiven Wertentwicklung steht.<sup>135</sup> In diesem Sinn kann man etwa auch im Rahmen des Shareholder Value Ansatzes durchaus gewisse Stakeholder stärker gewichten und deren Bedeutung hervorheben, ohne mit dem Primat des Aktionärsinteresses zu brechen. Ein erheblicher Teil des Trends hin zur Berücksichtigung der Stakeholder findet also durch-

<sup>125</sup> THE ECONOMIST (FN 22), 12.

<sup>126</sup> Siehe etwa GOODMAN (FN 5), welcher in der New York Times moniert, dass sich die Unternehmen in der Corona-Pandemie nicht an die Prinzipien halten, zu welchen sie sich in der Business Roundtable Erklärung verpflichtet haben.

<sup>127</sup> Vgl. etwa BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N 1a, 16, 37 f.; MARK DRENHAUS, Das Gesellschaftsinteresse im Schweizer Aktienrecht, Basel 2015, 33 ff.; CHRISTA SOMMER, Die Treuepflicht des Verwaltungsrats gemäss Art. 717 Abs. 1 OR, Diss. Zürich 2010, 36 ff.; CLAUDE LAMBERT, Das Gesellschaftsinteresse als Verhaltensmaxime des Verwaltungsrates der Aktiengesellschaft, Diss. Bern 1992, 28 ff.

<sup>128</sup> In diesem Zusammenhang nicht eingehender behandelt werden die Interessen der Gläubiger. Siehe hierzu etwa HANS-UELI VOGT, Die neue bundesgerichtliche Rechtsprechung zur Absichtsanfechtung und ihre Bezüge zur aktienrechtlichen Sorgfaltspflicht der Organe, AJP 2010, 1075 ff., 1087 ff. sowie FN 11.

<sup>129</sup> §70 des Gesetzes über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (AktG) vom 30. Januar 1937.

<sup>130</sup> FISCHER/WATTER (FN 3); WATTER/SPILLMANN (FN 8), 115; HANS CASPAR VON DER CRONE, Aktienrecht, 2. Aufl., Bern 2020, 19 ff.; DANIEL M. HÄUSERMANN, Corporate Social Responsibility (CSR) und Aktienrecht: 7 Thesen, GesKR 4/2017, 495 ff.; HENRY PETER/GUILLAUME JACQUEMET, Corporate Social Responsibility, Sustainable Development et Corporate Governance: quelles corrélations?, SZW 2015, 170 ff., 173 f.; DANIEL DAENIKER, Wer kontrolliert die Aktiengesellschaft?, SZW 2016, 434 ff., 436; URS SCHENKER, Corporate Social Responsibility, SZW 2017, 635 ff., 643 f.; MARIEL HOCH, Pflichten des Verwaltungsrates einer möglichen Zielgesellschaft, SZW 2018, 361 ff., 366 m.w.H.; FORSTMOSER, Gewinnmaximierung (FN 8), 213 ff.; ROLF WATTER/THOMAS ROHDE, Die Spendenkompetenz des Verwaltungsrates, in: Zäch et al. (Hrsg.), Individuum und Verband: Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 2006, Zürich 2006, 329 ff., 337 f.; PETER V. KUNZ, Wirtschaftsrecht, Bern 2019, 1105; MÜLLER (FN 12), 30; in diese Richtung wohl auch ZK-BÜHLER, vor Art. 707–726 OR (Corporate Governance) N 74; BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N 16. Eine andere Position scheinen etwa zu vertreten: ROLF H. WEBER/ANDREAS HÖSLI, Corporate Climate Responsibility – aktienrechtliche Haftungsrisiken für den Verwaltungsrat?, SJZ 2020, 605 ff., 607 ff.; ROLF H. WEBER, Corporate Social Responsibility as a Gap-Filling Instrument?, in: Newell (Hrsg.), Corporate Social Responsibility: Challenges, Benefits and Impact on Business Performance, New York 2014, 87 ff., 89 ff.; DANIEL DAENIKER/DILBER DEVITRE, Tata Sons v Mistry: Who Controls a Corporation, GesKR 3/2020, 444 ff., 451 f.; ANDREAS BINDER, Die Verfassung der Aktiengesellschaft, Diss. Basel/Grüsch 1988, 63 ff.; ZK-HOMBURGER, Art. 717 OR N 803.

<sup>131</sup> Siehe hierzu vorne Kapitel III.

<sup>132</sup> Vgl. etwa FN 136 zum neuen Swiss Code of Best Practice.

<sup>133</sup> Die einstig unbestrittene eine Bottom Linie der Gewinnmaximierung ist oft dem *Triple Bottom Line* Ansatz gewichen: Danach müssen neben der Gewinnoptimierung im Interesse der Kapitalgeber gleichzeitig auch sozial verantwortliches Verhalten im Sinne der Mitarbeiter und der Gesellschaft und ressourcenschonendes Handeln im Interesse des Umweltschutzes berücksichtigt werden, siehe PETER FORSTMOSER, Profit – das Mass aller Dinge?, in: Zäch et al. (Hrsg.), Individuum und Verband, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 2006, Zürich/Basel/Genf 2006, 55 ff., 60.

<sup>134</sup> Siehe hierzu vorne Kapitel II sowie V.2.

<sup>135</sup> Wenn dies gesetzlich vorgeschrieben ist, dürfen und müssen Stakeholderanliegen auch auf Kosten der Wertsteigerung berücksichtigt werden, siehe hinten Kapitel VII.7.



aus noch im Rahmen des Primats des langfristigen Shareholder Value statt.<sup>136</sup>

In der Rechtsprechung gibt es nur wenig zu der Thematik und die entsprechenden Fundstellen beinhalten keine klare Stellungnahme. In ein paar wenigen Entscheidungen wird generell festgehalten, dass die Interessen von Stakeholdern, wie etwa der Arbeitnehmer, relevant sind.<sup>137</sup> Jedoch wird i.d.R. eben nicht dazu Stellung genommen, ob diese auch auf Kosten des Unternehmenswertes berücksichtigt werden können oder ob hierbei beispielsweise nur Ausgaben zugunsten der Stakeholder möglich sind, die sich zumindest langfristig auch als gewinnbringend erweisen.<sup>138</sup> In der Summe lässt die Rechtsprechung einen grossen Interpretationsspielraum und ist nicht sehr aussagekräftig.

## 1.2 Stellungnahme

Meines Erachtens ist es sachgerecht, im Einklang mit der herrschenden Lehre vom Primat des Aktionärsinteresses bzw. der Zielsetzung der langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes auszugehen. Wie unter V ausgeführt, ist dieser Ansatz dem Stakeholder Ansatz überlegen. Er führt generell zu einem effizienteren Ressourceneinsatz und damit zu mehr Wohlstand und ist als Führungsmaxime und Massstab zur Beurteilung der Unternehmensführung geeigneter. Der Stakeholder Ansatz hingegen ist ungeeignet, um Marktversagen zu beheben und ist auch aus grundsätzlichen demokratischen Überlegungen problematisch. Der Hauptunterschied zum Shareholder Value Ansatz ist, wie erwähnt nicht, dass nur der Stakeholder Ansatz die Wahrnehmung von Interessen anderer Stakeholder erlauben würde, sondern dass dies nach dem Stakeholder Ansatz auch möglich ist, wenn dies auf Kosten des Unternehmenswertes geht. Es lässt sich nur schwer ergründen, inwiefern die Verringerung des Wertes der Gesellschaft im Interesse der Gesellschaft sein soll. Wenn man davon ausgeht, dass das Aktienrecht eine effiziente Ressourcenallokation zum Ziel hat,<sup>139</sup> wo-

bei insbesondere auch Agenturkosten reduziert werden sollen,<sup>140</sup> sprechen also viele Gründe dafür, im Sinne der teleologischen Auslegung vom Shareholder Value Ansatz auszugehen. Für diese Auslegung spricht auch Art. 706 Abs. 2 Ziff. 4 OR, der statuiert, dass die Aktiengesellschaft grundsätzlich gewinnstrebend ist, solange nicht alle Aktionäre einer Aufhebung der Gewinnstrebendigkeit zustimmen. Auch wenn das Ziel der Gewinnstrebendigkeit nicht identisch ist mit dem Ziel der Steigerung des langfristigen Unternehmenswertes, deutet dies doch stark auf den Shareholder Value Ansatz hin. (Gleichzeitig wird hier aber auch statuiert, dass von der Gewinnstrebendigkeit und damit auch vom Shareholder Value Ansatz Abstand genommen werden kann, wenn alle Aktionäre zustimmen.) Im Weiteren deuten auch die weitgehenden Einflussmöglichkeiten der Aktionäre, welche die Verwaltungsräte sowohl wählen als auch abberufen können, im Sinne einer systematischen Auslegung darauf hin, dass die Verwaltungsräte primär die Aktionärsinteressen (und damit das Ziel der Wertvermehrung) verfolgen sollen. Generell stellt sich die Frage, inwieweit Stakeholderinteressen berücksichtigt werden können, weit weniger bei Gesellschaften mit nicht fragmentiertem Aktionariat als etwa bei Publikumsgesellschaften. Die Thematik gewinnt bei Letzteren gerade deshalb an Brisanz, weil hier die Überwachung durch die Aktionäre (und die Durchsetzung ihrer Interessen) aufgrund von *Collective Action Problemen* und der *rationalen Apathie* erschwert ist.<sup>141</sup>

Zuletzt spricht, wie bereits erwähnt<sup>142</sup>, auch die aktienrechtliche Verantwortlichkeit für die Ausrichtung am Shareholder Value. Die Ausrichtung auf die Interessen der verschiedenen Stakeholder würde dazu führen, dass die Zielvorgaben im Rahmen der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit unklar und unscharf würden.<sup>143</sup> So würde die Durchsetzungskraft der Verantwortlichkeitsklage, die im Übrigen (zumindest solange die Gesellschaft aufrecht steht) primär gegenüber den Aktionären gilt,<sup>144</sup> empfindlich gestört. In der Summe zeigt sich, dass nach Schweizer Recht richtigerweise das Primat des Aktionärsinteresses an der Maximierung des Unternehmenswertes gilt.

<sup>136</sup> So stellen etwa die letzten Versionen des Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance (SCBP) im Vergleich zu den vorherigen Versionen vermehrt auch das Ziel der nachhaltigen Unternehmensentwicklung in den Fokus (siehe ECONOMIESUISSE, Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance (Version 2016), Ziff. 9 und Ziff. 35 sowie das Vorwort). Dies ist zwar im Einklang mit der CSR-Bewegung, widerspricht aber dem Shareholder Value Ansatz nicht; vgl. auch KARL HOFSTETTER, Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance 2014, abrufbar unter <https://www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/swiss-code-best-practice-basic-report-de.pdf> (zuletzt besucht am 23. Januar 2021), 9 f.

<sup>137</sup> Siehe etwa BGE 100 II 384 E. 4; 116 II 320 E. 3b (bei diesem Fall war die Gesellschaft konkursreif, was ohnehin zu einer anderen Rechtslage führt); vgl. auch Urteil 4A\_188/2007 des Bundesgerichts vom 13. September 2007 E. 4.3.5.

<sup>138</sup> Vgl. etwa BGE 100 II 384 E. 4 der diesbezüglich interpretationswürdig ist bzw. keine klare Stellung bezieht.

<sup>139</sup> HÄUSERMANN (FN 130), 497 m.w.H.; siehe auch FISCHER (FN 55), 32.

<sup>140</sup> FISCHER (FN 55), 32 m.w.H.

<sup>141</sup> Siehe hierzu vorne Kapitel IV.2.1d.

<sup>142</sup> Siehe hierzu vorne Kapitel V.2.

<sup>143</sup> Siehe hierzu vorne Kapitel V.2; WATTER/SPILLMANN (FN 8), 113.

<sup>144</sup> Andere Anspruchsgruppen wie etwa Arbeitnehmer oder Lieferanten setzen ihre Stakeholderanliegen grundsätzlich nicht über das Aktienrecht durch, sondern aus den spezifischen Verträgen mit der Gesellschaft. Insbesondere wenn die Gesellschaft im Konkurs ist, können aber auch Gläubiger klagen. In dieser Situation hat der VR aber gerade in grundlegendster Weise dem Anliegen nach Steigerung des Unternehmenswertes bzw. des Shareholder Values nicht Folge geleistet. Das Anliegen des Shareholder Values steht hiermit in keiner Weise im Widerspruch. Siehe zur Aktivlegitimation der Gesellschaft, Gläubiger und Aktionäre ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER FORSTMOSER/ROLF SETHE, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 12. Aufl., Bern 2018, § 16 N 786 ff.

## 2. Aktienrechtliche Verantwortlichkeit und Business Judgement Rule

Die Durchsetzung von Art. 717 OR erfolgt primär mittels der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit nach Art. 754 ff. OR. Ausgangspunkt der Verantwortlichkeit ist hierbei das Gesellschaftsinteresse und damit das Ziel der Unternehmenswertmaximierung.

Im Bereich der Verantwortlichkeit ist insbesondere die sog. *Business Judgement Rule* (BJR) relevant.<sup>145</sup> Diese besagt, dass Gerichte bei der Beurteilung von Geschäftsentscheidungen, die in einem einwandfreien, auf einer angemessenen Informationsbasis beruhenden und von Interessenkonflikten freien Entscheidungsprozess zustande gekommen sind, Zurückhaltung üben.<sup>146</sup> Die Unternehmensführung hat ein breites Ermessen, wie sie das Ziel der langfristigen Wertsteigerung verfolgt und wie sie dabei die Stakeholderinteressen berücksichtigt. Die BJR schützt dieses Ermessen, wenn deren Anwendungsvoraussetzungen erfüllt sind.<sup>147</sup> Von Bedeutung ist hierbei zunächst, dass sich die Unternehmensführung vor einem Entscheid zur Wahrung der Stakeholderinteressen angemessen informiert.<sup>148</sup> Dies bedeutet namentlich auch, dass die Vor- und Nachteile einer entsprechenden Handlung ermittelt und abgewogen werden und im Endeffekt auch, dass der Entscheidungsprozess entsprechend dokumentiert wird.<sup>149</sup> Eine wichtige Voraussetzung ist ferner, dass der Entscheid frei von Interessenkonflikten ist.

Sind die Voraussetzungen der BJR gegeben, findet nur noch eine Vertretbarkeitsprüfung statt.<sup>150</sup> Eine Haftung würde diesfalls nur entstehen, wenn die Annahme der Unternehmensführung, dass die Wahrnehmung der Stakeholderinteressen im konkreten Fall zur Wertsteigerung der Unternehmung beiträgt, schlichtweg unvertretbar ist.

## 3. Zweckbestimmung in den Statuten

Im Einklang mit dem Trend zur stärkeren Berücksichtigung von Stakeholderanliegen bzw. CSR-Themen haben

gewisse SMI-Unternehmen in ihren Statuten Bestimmungen verankert, dass sie anstreben, nachhaltigen Wert zu schaffen. Ein Beispiel für eine entsprechende Statutenbestimmung ist etwa die Folgende:<sup>151</sup>

Art. 2 Abs. 3 Statuten der Novartis AG: «Bei der Verfolgung des Gesellschaftszwecks strebt die Gesellschaft die Schaffung von nachhaltigem Wert an.»

Solche Bestimmungen statuieren m.E. nichts anderes, als was ohnehin bereits gemäss OR gilt, nämlich dass es das Ziel der Aktiengesellschaft ist, langfristigen bzw. nachhaltigen Wert – nämlich Unternehmenswert – zu schaffen.<sup>152</sup> Auch Statutenbestimmungen, welche daneben noch gewisse Stakeholderinteressen erwähnen (z.B. das Unternehmen schafft nachhaltigen Wert und berücksichtigt hierbei auch die Interessen von Mitarbeitern, Kunden, der Allgemeinheit etc.), würden dies grundsätzlich nicht ändern und sind m.E. als Einbindung der Stakeholder in das übergeordnete Ziel der Maximierung des Unternehmenswertes zu verstehen.<sup>153</sup>

## 4. Aktienrechtsrevision

Vor dem Hintergrund der «Heuschreckendebatte» in Deutschland, bei der man insbesondere Private Equity Fonds soziale Verantwortungslosigkeit vorgeworfen hatte, wurde die Frage der konsequenten wirtschaftlichen Ausrichtung der Unternehmen auch im Rahmen der Schweizer Aktienrechtsrevision thematisiert.<sup>154</sup> In diesem Zusammenhang wurden etwa Befürchtungen geäußert, dass zur Gewinnmaximierung systematisch Arbeitsplätze abgebaut würden. Hierzu hielt der Bundesrat jedoch fest, dass langfristig «nur dauerhaft ertragsstarke Unternehmen einen hohen Beschäftigungsstandard halten oder diesen sogar ausbauen».<sup>155</sup> Weiter wird ausgeführt, dass ein Beschäftigungsabbau, weil in der Vergangenheit notwendige Anpassungen versäumt worden seien oder zu wenig auf die Steigerung des Unterneh-

<sup>145</sup> Siehe hierzu FISCHER (FN 55), 234 ff. m.w.H.

<sup>146</sup> FISCHER (FN 55), 237 f. m.w.H.; BGE 139 III 24 E. 3.2.

<sup>147</sup> Keinen Schutz leistet die BJR freilich, wenn der VR bewusst Stakeholderinteressen wahrnimmt, die nicht im Einklang mit dem Gesellschaftsinteresse sind bzw. die offensichtlich nicht im Gesellschaftsinteresse liegen, vgl. BGE 139 III 24 E. 3.2; ROLF WATTER/MICHAEL BÄNZIGER, Die Business Judgment Rule in der Praxis, in: Jung/Krauskopf/Cramer (Hrsg.), Theorie und Praxis des Unternehmensrechts, Festschrift zu Ehren von Lukas Handschin, Zürich 2020, 767 ff., 781 f.

<sup>148</sup> Ausführlich zur Informationsbasis bei der BJR FISCHER (FN 55), 259 ff. m.w.H.

<sup>149</sup> Die Dokumentation ist nicht per se notwendig, erleichtert aber den Nachweis, dass die entsprechenden Prozessschritte sorgfältig getätigt wurden; vgl. FISCHER (FN 55), 255 m.w.H.; HÄUSERMANN (FN 130), 499.

<sup>150</sup> FISCHER (FN 55), 240 m.w.H.; Urteil des Bundesgerichts 4A\_642/2016 vom 27. Juni 2017 E.2.1.

<sup>151</sup> Weitere Beispiele sind etwa Art. 2 Abs. 4 Statuten der Alcon AG: «In pursuing its purpose, the Company strives to create sustainable value.», Art. 2 Abs. 3 der Statuten der Nestlé AG: «... Bei der Verfolgung ihres Gesellschaftszwecks strebt Nestlé die Schaffung von langfristigem, nachhaltigem Wert an.» oder Art. 2 Abs. 4 der Statuten der ABB AG: «Bei der Verfolgung ihres Zwecks strebt die Gesellschaft eine langfristige, nachhaltige Wertschöpfung an.»

<sup>152</sup> Wie vorne unter Kapitel IV.1 sowie Kapitel V.1 ausgeführt ist der Unternehmenswert im Grundsatz der gesellschaftliche Wert bzw. Wertschöpfungsbeitrag, den ein Unternehmen leistet. Nachhaltigen Wert schaffen heisst somit nichts anderes als nachhaltigen Unternehmenswert schaffen.

<sup>153</sup> Sind Statutenbestimmungen so formuliert, dass sie ausdrücklich erlauben, Stakeholderinteressen auf Kosten des Unternehmenswertes zu verwirklichen und haben hierzu nicht alle Aktionäre zugestimmt, scheint es fraglich, ob diese vor dem Grundsatz der Gewinnstrebigkeit der Unternehmen nach Art. 706 Abs. 2 Ziff. 4 OR standhalten.

<sup>154</sup> Botschaft des Bundesrates zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 23. November 2016, BBI 2017 399 ff., 437 f.

<sup>155</sup> BBI 2017 399 ff., 438 f.

menswertes geachtet worden sei, den Investoren nicht angelastet werden könne und dass deren Auftreten vielmehr zur Durchführung ohnehin notwendiger Anpassungen führe.<sup>156</sup> Der Bundesrat kam zum Schluss, dass diesbezüglich im Aktienrecht kein gesetzgeberischer Handlungsbedarf besteht.<sup>157</sup> Der Gesetzgeber hält damit auch unter revidiertem Recht an der wirtschaftlichen Ausrichtung des Aktienrechts fest. Art. 717 Abs. 1 OR bleibt unverändert und das Handeln der Organe ist nach wie vor auf die Steigerung des Unternehmenswertes auszurichten. Soziale Anliegen<sup>158</sup> werden jedoch in gewissem Mass mit den Art. 734f E-OR (Geschlechterrichtwerte) und Art. 964a ff. E-OR (Transparenz bei Rohstoffunternehmen betreffend Zahlungen an staatliche Stellen) berücksichtigt.<sup>159</sup>

## 5. Konzernverantwortungsinitiative und indirekter Gegenvorschlag

Stark im Einklang mit der CSR-Bewegung stand die sog. Konzernverantwortungsinitiative (KVI), die am 29. November 2020 am Ständemehr scheiterte.<sup>160</sup> Die KVI hatte bezweckt, dass Schweizer Unternehmen weltweit Menschenrechte und internationale Umweltstandards einhalten. Hierfür sollten insbesondere umfangreiche Sorgfalts- und Berichterstattungspflichten sowie eine weitgehende Haftung nach Schweizer Recht von Schweizer Gesellschaften für Handlungen der von ihnen kontrollierten Unternehmen (und Zulieferer) im Ausland eingeführt werden.<sup>161</sup> Der KVI wurde vom Parlament ein indirekter Gegenvorschlag gegenübergestellt, welcher dem fakultativen Referendum untersteht.<sup>162</sup> Es ist sehr unwahrscheinlich, dass dieses ergriffen wird und so wird der Gegenvorschlag voraussichtlich ohne Volksab-

stimmung in Kraft treten und wohl erstmals für das Geschäftsjahr 2023 Wirkung entfalten (siehe hierzu nachfolgend 5.4). Der Gegenvorschlag sieht insbesondere Berichterstattungspflichten über nichtfinanzielle Belange sowie Sorgfalts- und Transparenzpflichten betreffend Konfliktmaterialien und Kinderarbeit vor. Im Gegensatz zur Initiative statuiert der Gegenvorschlag keine Konzernhaftung Schweizer Unternehmen für Fehlverhalten von kontrollierten Unternehmen (oder Zulieferern) im Ausland.

### 5.1 Transparenz über nichtfinanzielle Belange

Der Gegenvorschlag sieht eine jährliche Berichterstattungspflicht über nichtfinanzielle Belange im CSR-Bereich (wie Umwelt, Arbeitnehmer, Menschenrechte) für Unternehmen des öffentlichen Interesses vor.<sup>163</sup> Als Modell<sup>164</sup> für die Schweizer Berichterstattungspflicht diente die Richtlinie des europäischen Parlaments zur Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen.<sup>165</sup> Diese verpflichtet alle grossen europäischen Unternehmen von öffentlichem Interesse mit mehr als 500 Mitarbeitern zur Veröffentlichung von Angaben zu Umwelt-, Sozial- und Arbeitnehmerbelangen, zur Achtung der Menschenrechte und zur Bekämpfung von Korruption und Bestechung sowie zur Diversität der Verwaltungs-, Leitungs-, und Aufsichtsorgane.<sup>166</sup> Folglich unterlagen bereits vor der Einführung des neuen Rechts einige Schweizer Unternehmen – je nach ihrer internationalen Präsenz, Industriezugehörigkeit und Grösse – umfassenderen Berichterstattungspflichten.<sup>167</sup> Des Weiteren haben seit dem 1. Juli 2017 an der SIX Swiss Exchange (SIX) kotierte Gesellschaften die Möglichkeit, freiwillig der SIX zu melden, dass sie einen Nachhaltigkeitsbericht erstellen (sog. *Opting-In*).<sup>168</sup> Gesellschaften, die von dieser Möglichkeit Gebrauch machen, haben ihren Nachhaltigkeitsbericht nach einem von der SIX zugelassenen,

<sup>156</sup> BBI 2017 399 ff., 438 f. Die obigen Ausführungen stammen vom deutschen Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, welche der Bundesrat aufgrund der vergleichbaren Situation auf die Schweiz übertrug.

<sup>157</sup> BBI 2017 399 ff., 440.

<sup>158</sup> Abgesehen von diesen sozialen Anliegen wurden in der Revision auch keine Änderungen statuiert, welche die zusätzliche Berücksichtigung von Stakeholderinteressen vorschreiben; siehe SCHENKER, Corporate Social Responsibility (FN 130), 646.

<sup>159</sup> Siehe hierzu MATTHIAS P.A. MÜLLER/LUCAS FORRER, Geschlechterrichtwerte im Entwurf für ein neues Aktienrecht, AJP 2019, 1015 ff. sowie DIETER GERICKE/ANDREAS MÜLLER/DANIEL HÄUSERMANN/NINA HAGMANN, Neues Aktienrecht: Tour d'Horizon, GesKR 3/2020, 323 ff.

<sup>160</sup> Mit einem Stimmanteil von 50,73 % wurde die KVI am 29. November 2020 zwar von der Schweizer Bevölkerung angenommen, das Ständemehr wurde jedoch deutlich verfehlt. Nur 8,5 Stände haben für die Initiative gestimmt, wohingegen 14,5 Stände die Vorlage abgelehnt haben.

<sup>161</sup> Eidgenössische Volksinitiative «Für verantwortungsvolle Unternehmen – zum Schutz von Mensch und Umwelt», BBI 2015 3245 ff.; SCHENKER, Corporate Social Responsibility (FN 130), 647.

<sup>162</sup> Indirekter Gegenvorschlag zur Volksinitiative «Für verantwortungsvolle Unternehmen – zum Schutz von Mensch und Umwelt» vom 19. Juni 2020, abrufbar unter <https://www.parlament.ch/centers/eparl/curia/2016/20160077/Schlussabstimmungstext%202%20NS%20D.pdf> (zuletzt besucht am 23. Januar 2021).

<sup>163</sup> Art. 964<sup>bis</sup> ff. E-OR.

<sup>164</sup> Der Gegenvorschlag lehnt sich ans heutige EU-Recht an. Er enthält aber keine dynamischen Verweise auf das EU-Recht und es besteht keine automatische Übernahme von EU-Recht. Sollte in Zukunft EU-Recht revidiert werden, so liegt es am Bundesrat und Parlament, diese Entwicklung, sofern politisch gewünscht, ins schweizerische Recht zu überführen. Siehe Gegenüberstellung der beiden KVI-Gegenvorschläge durch das BJ, abrufbar unter <https://www.bj.admin.ch/bj/de/home/wirtschaft/gesetzgebung/verantwortungsvolle-unternehmen.html> (zuletzt besucht am 23. Januar 2021).

<sup>165</sup> Richtlinie 2014/95 EU des europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte grosse Unternehmen und Gruppen (CSR Richtlinie).

<sup>166</sup> CSR Richtlinie (FN 165), L 330/1.

<sup>167</sup> MARK VESER/ROGER MÜLLER, Prüfung von Nachhaltigkeitsberichten, Expert Focus 11/2020, 809 ff., 809 f.

<sup>168</sup> Art. 9 SIX Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance (Richtlinie Corporate Governance, RLCG) vom 20. Juni 2019, abrufbar unter <https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/listing/directives/DCG-de.pdf> (zuletzt besucht am 23. Januar 2021).

international anerkannten Standard zu erstellen. Bisher haben gut 20 Unternehmen von dem Opting-In Gebrauch gemacht, darunter etwa die Swisslife, UBS und Novartis.<sup>169</sup> Alle Unternehmen berichten hierbei gemäss dem Standard der Global Reporting Initiative (GRI).

#### a. Betroffene Unternehmen

Die neue Berichterstattungspflicht gemäss Art. 964<sup>bis</sup> ff. E-OR gilt für Gesellschaften des öffentlichen Interesses (also Publikumsgesellschaften sowie Banken, Versicherungen und weitere beaufsichtigte Finanzdienstleister), die zusammen mit von ihnen kontrollierten in- oder ausländischen Unternehmen in zwei aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren:

- mindestens 500 Vollzeitstellen im Jahresdurchschnitt haben und
- eine Bilanzsumme von CHF 20 Mio. oder einen Umsatz von CHF 40 Mio. überschreiten.<sup>170</sup>

Von der Berichterstattungspflicht sind gemäss einer Schätzung des Bundesamts für Justiz einige hundert Unternehmen betroffen.<sup>171</sup> Nicht erfasst sind Unternehmen, die von einem anderen Unternehmen kontrolliert werden, für welches die Berichterstattungspflicht bereits gilt oder das einen gleichwertigen Bericht nach ausländischem Recht erstellen muss.<sup>172</sup>

#### b. Inhalt der Berichterstattungspflicht und implizite Pflichten

Unternehmen, die in den Anwendungsbereich der Pflicht fallen, haben über nichtfinanzielle Belange in den Bereichen Umwelt (insbesondere CO<sub>2</sub>-Ziele), Sozialbelange, Arbeitnehmerbelange, Achtung der Menschenrechte sowie der Korruptionsbekämpfung (nachfolgend «nichtfinanzielle Belange») Bericht zu erstatten. Die Themen im Bereich der nichtfinanziellen Belange betreffen somit klassische CSR- bzw. Stakeholderanliegen.

Sofern das Unternehmen allein oder zusammen mit anderen Unternehmen in- oder ausländische Unternehmen kontrolliert, hat der Bericht auch diese Unternehmen zu umfassen.<sup>173</sup> Der Bericht soll diejenigen Angaben enthalten, welche zum Verständnis des Geschäftsverlaufs, des Geschäftsergebnisses, der Lage des Unternehmens sowie der Auswirkungen seiner Tätigkeit auf die nichtfinan-

ziellen Belange erforderlich sind.<sup>174</sup> Der Bericht sollte insbesondere Folgendes umfassen:<sup>175</sup>

- eine Beschreibung des *Geschäftsmodells*;
- eine Beschreibung der in Bezug auf die nichtfinanziellen Belange verfolgten *Konzepte*, einschliesslich der angewandten Sorgfaltsprüfung;
- eine Darstellung der zur Umsetzung dieser Konzepte *ergriffenen Massnahmen* sowie eine Bewertung der *Wirksamkeit* dieser Massnahmen;
- eine Beschreibung der *wesentlichen Risiken* im Zusammenhang mit den nichtfinanziellen Belangen sowie der Handhabung dieser Risiken durch das Unternehmen; Massgebend sind hierbei sowohl Risiken,
  - die sich aus der eigenen Geschäftstätigkeit des Unternehmens ergeben und
  - wenn dies relevant und verhältnismässig ist, die sich aus seinen Geschäftsbeziehungen, seinen Erzeugnissen oder seinen Dienstleistungen ergeben<sup>176</sup>;
- die für die Unternehmenstätigkeit wesentlichen *Leistungsindikatoren* bezüglich der nichtfinanziellen Belange.

Stützt sich der Bericht auf nationale, europäische oder internationale Regelwerke, wie die Leitsätze der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), muss das angewendete Regelwerk im Bericht genannt werden.<sup>177</sup> Wird ein solches Regelwerk angewendet, muss die Erfüllung der Vorgaben des Art. 964<sup>ter</sup> OR sichergestellt und allenfalls ein ergänzender Bericht verfasst werden.<sup>178</sup> Unternehmen, die bereits ausländische Regelwerke anwenden, sollten daher prüfen, ob bzw. inwiefern eine Ergänzung notwendig ist, um Schweizer Recht zu genügen.

Implizit ergibt sich aus den Berichterstattungspflichten, dass sich die Unternehmen bewusst mit derartigen nichtfinanziellen Belangen auseinandersetzen und entsprechende Leistungsindikatoren definieren und Risiken identifizieren und adressieren sollten. Darüber hinaus sind grundsätzlich auch Konzepte in Bezug auf die nichtfinanziellen Belange zu entwickeln und entsprechende Massnahmen zu ergreifen. Allerdings können Unternehmen hiervon auch absehen. Entsprechend dem Grundsatz «*comply or explain*» muss das Unternehmen dies dann aber klar und begründet erläutern.<sup>179</sup> In der

<sup>169</sup> Nachhaltigkeitsberichterstattung an der SIX, abrufbar unter <https://www.six-group.com/de/products-services/the-swiss-stock-exchange/market-data/shares/sustainability-reporting.html> (zuletzt besucht am 23. Januar 2021).

<sup>170</sup> Art. 964<sup>bis</sup> E-OR.

<sup>171</sup> Gegenüberstellung BJ (FN 164).

<sup>172</sup> Art. 964<sup>bis</sup> Abs. 2 E-OR.

<sup>173</sup> Art. 964<sup>ter</sup> Abs. 4 E-OR.

<sup>174</sup> Art. 964<sup>ter</sup> Abs. 1 E-OR. Der Bericht ist in einer Landessprache oder auf Englisch abzufassen. VR und GV müssen den Bericht genehmigen, jedoch muss ihn die Revisionsstelle nicht prüfen. Der Bericht wird elektronisch veröffentlicht und muss mindestens zehn Jahre lang zugänglich bleiben, siehe Art. 964<sup>ter</sup> f. E-OR.

<sup>175</sup> Art. 964<sup>ter</sup> Abs. 2 E-OR.

<sup>176</sup> Die Lieferkette ist somit bis zu einem gewissen Grad erfasst.

<sup>177</sup> Art. 964<sup>ter</sup> Abs. 3 E-OR.

<sup>178</sup> Art. 964<sup>ter</sup> Abs. 3 E-OR.

<sup>179</sup> Art. 964<sup>ter</sup> Abs. 5 E-OR. Hierbei ist aber m.E. anzumerken, dass auf entsprechende Massnahmen nur dann verzichtet werden kann, wenn dies nicht zur Wertsteigerung des Unternehmens geboten ist.



Summe ergeben sich somit aus den Berichterstattungspflichten durchaus implizit Handlungspflichten. Diese bestehen aber zu einem Grossteil bereits heute für Grossunternehmen, die in den Anwendungsbereich der Bestimmung fallen. Unternehmen haben eine Pflicht zum Risikomanagement und zur Erfassung wesentlicher Risiken.<sup>180</sup> Risiken im Bereich derartiger nichtfinanzieller Belange bzw. wichtiger Stakeholderanliegen waren insbesondere für Grossunternehmen bereits bis anhin i.d.R. wesentliche Risiken und entsprechend vom Risikomanagement zu erfassen. Auch sind solche Anliegen gerade für Grossunternehmen wichtig für die langfristige Wertsteigerung und folglich ist es i.d.R. auch sinnvoll, entsprechende Konzepte zu verfolgen.

### c. Aufgabe des Leitsterns der Wertsteigerung?

Eine interessante Frage ist, ob sich darüber hinaus indirekt für die vom neuen Recht betroffenen Unternehmen eine Änderung der Ausrichtung ergibt. Denkbar wäre etwa, dass sich die Unternehmensführung nicht mehr primär an der langfristigen Wertsteigerung auszurichten hat, sondern unabhängig hiervon und sogar auf Kosten der Wertsteigerung auch Stakeholderziele bzw. Anliegen im Bereich der nichtfinanziellen Belange verfolgen darf oder gar muss. Meines Erachtens ist dies nicht der Fall.<sup>181</sup> Die im Gesetzesentwurf erwähnten nichtfinanziellen Belange sind i.d.R. relevant für die langfristige Wertsteigerung. Dass diese erfasst und im Rahmen der Maxime der Wertsteigerung auch berücksichtigt werden, steht im Einklang mit der Ausrichtung auf die langfristige Wertsteigerung. Die neuen Gesetzesbestimmungen widersprechen somit dem Primat der langfristigen Wertsteigerung nicht. Im Weiteren können Unternehmen auch unter den neuen Berichterstattungspflichten auf Konzepte im Zusammenhang mit nichtfinanziellen Belangen verzichten. Sie müssen dies aber begründen und erläutern. Es besteht also keine absolute Pflicht. Denkbar ist hier m.E. insbesondere, dass dargelegt wird, dass ein entsprechendes Konzept (zumindest hinsichtlich gewisser Belange) nicht im Gesellschaftsinteresse bzw. Interesse der Wertsteigerung ist.<sup>182</sup> Auch sollten die Konzepte, wie beispielsweise CSR-Programme, so ausgestaltet sein, dass sie mittelbar der Wertsteigerung dienen. In der Summe bleibt es bei der Ausrichtung auf die langfristige Wertsteigerung. Alles andere würde, wie bereits dargelegt,<sup>183</sup> dazu führen, dass keine verlässlichen Massstäbe mehr bestehen, an denen sich die Unterneh-

mensführung ausrichten kann und woran diese auch gemessen werden kann. Unternehmen im Anwendungsbereich der neuen Berichterstattungspflichten können auch weiterhin nicht unabhängig vom Ziel der Wertsteigerung Stakeholderinteressen bzw. Anliegen im Bereich der nichtfinanziellen Belange verfolgen. So kann die Unternehmensführung beispielsweise nicht ein Konzept zu Sozialbelangen implementieren, welches darin besteht, dass zukünftig immer alle Gewinne für soziale Projekte verwendet werden. Allerdings erfahren die Themen, die im Gesetzesentwurf erwähnt werden (wie Umweltschutz, CO<sub>2</sub>-Ziele, Arbeitnehmerbelange) bis zu einem gewissen Grad implizit eine stärkere Gewichtung. Auch werden die Pflichten diesbezüglich, welche für Grossunternehmen i.d.R. bereits bis anhin bestehen, konkretisiert und das Ermessen der Unternehmensführung etwas eingeschränkt. Insbesondere wird konkretisiert, dass und wie Grossunternehmen solche Themen bewusst adressieren müssen und i.d.R. auch Konzepte hierzu entwickeln sollten (sofern keine guten Gründe dagegensprechen).<sup>184</sup> Der Leitstern der langfristigen Wertsteigerung bleibt aber bestehen.

## 5.2 Sorgfaltspflichten und Transparenz bezüglich Konfliktmaterialien und Kinderarbeit

Das neue Recht sieht ferner Sorgfalts- und Berichterstattungspflichten im Umgang mit Metall- und Mineralien-geschäften und zur Vermeidung von Kinderarbeit vor.<sup>185</sup> Betroffen hiervon sind Unternehmen mit Sitz, Hauptverwaltung oder Hauptniederlassung in der Schweiz, die Zinn, Tantal, Wolfram und Gold oder Metalle aus Konfliktgebieten importieren oder in der Schweiz bearbeiten oder bei deren Produkten oder Dienstleistungen ein begründeter Verdacht besteht, dass sie unter Einsatz von Kinderarbeit hergestellt oder erbracht werden. Der Bundesrat legt hierbei Ausnahmen bzw. Einschränkungen fest (etwa hinsichtlich Mindesteinfuhrmengen, Tiefrisikounternehmen und KMU). Die Pflichten sind wiederum nach den EU-Richtlinien und dem OECD-Leitfaden modelliert.<sup>186</sup> Die Unternehmen haben dem Entwurf zufolge ein Managementsystem einzuführen, in welchem

<sup>184</sup> Zum Beispiel sind Leistungsindikatoren zu definieren. M.E. stand es bis anhin bezüglich vieler CSR-Anliegen weitgehend im Ermessen der Unternehmensführung, ob solche Leistungsindikatoren definiert werden.

<sup>185</sup> Art. 964<sup>quinquies</sup> ff. E-OR.

<sup>186</sup> Verordnung (EU) 2017/821 des europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Festlegung von Pflichten zur Erfüllung der Sorgfaltspflichten in der Lieferkette für Unionseinführer von Zinn, Tantal, Wolfram, deren Erzen und Gold aus Konflikt- und Hochrisikogebieten; OECD Due Diligence Guidance for Responsible Supply Chains of Minerals from Conflict-Affected and High-Risk Areas, abrufbar unter <https://www.oecd.org/daf/inv/mne/OECD-Due-Diligence-Guidance-Minerals-Edition3.pdf> (zuletzt besucht am 23. Januar 2021). Zur Sorgfaltspflicht bezüglich Kinderarbeit siehe auch Child Labor Due Diligence Act NL, abrufbar unter <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stb-2019-401.html> (zuletzt besucht am 23. Januar 2021).

<sup>180</sup> Siehe hierzu hinten Kapitel VII.2 und FISCHER (FN 55), 183 ff.

<sup>181</sup> Es sei hier erwähnt, dass die Unternehmensführung auch unabhängig vom Ziel der Wertsteigerung und sogar auf Kosten der Wertsteigerung Schweizer Recht befolgen muss (siehe hinten Kapitel VII.7). Dies ist relevant bei der Korruptionsbekämpfung, die im Gesetz im Rahmen der nichtfinanziellen Belange genannt wird.

<sup>182</sup> Dies wird zugegebenermassen bei Grossunternehmen wohl nur selten der Fall sein.

<sup>183</sup> Siehe hierzu vorne Kapitel V.2.

sie die Lieferkettenpolitik für Risikoprodukte festlegen und die Rückverfolgbarkeit sicherstellen. Zusätzlich haben sie Risiken zu ermitteln und zu bewerten sowie im Rahmen eines Risikomanagementplans entsprechende Massnahmen zur Minimierung der Risiken zu treffen. Hinsichtlich der Mineralien und Metalle ist die Einhaltung der Sorgfaltspflichten durch eine unabhängige Fachperson zu prüfen.<sup>187</sup> Schlussendlich erstatten die Unternehmen jährlich Bericht über die Einhaltung der Sorgfaltspflichten.

### 5.3 Strafrechtliche Sanktionen bei Verstoss gegen Berichterstattungspflichten

Werden die Berichterstattungspflichten des neuen Rechts nicht eingehalten, können den Unternehmen Bussen von max. CHF 100'000.– drohen.<sup>188</sup> Allenfalls ist zusätzlich Art. 152 StGB anwendbar, welcher unwahre Angaben über kaufmännische Gewerbe sanktioniert.

### 5.4 Inkrafttreten

Gemäss den Übergangsbestimmungen finden die Vorschriften erstmals Anwendung auf das Geschäftsjahr, das ein Jahr nach Inkrafttreten beginnt. Hinsichtlich der Transparenzvorschriften stellt sich hier die Frage, ob sich dies auf das Jahr bezieht, in dem die Berichterstattung im Geschäftsbericht veröffentlicht wird oder auf das Geschäftsjahr, *über* welches Bericht erstattet wird.<sup>189</sup> Meines Erachtens und auch nach Auskunft des Bundesamtes für Justiz ist hier Letzteres der Fall.<sup>190</sup> Konkret heisst dies gemäss Bundesamt für Justiz Folgendes: Die Arbeiten zu den Ausführungsbestimmungen sind im Gang, so dass die neuen Gesetzesbestimmungen (inkl.

Ausführungsbestimmungen) nach der Einschätzung des Bundesamts für Justiz voraussichtlich bis Ende 2021 in Kraft treten können. Bei den allermeisten Unternehmen stimmen Geschäftsjahr und Kalenderjahr überein. Das erste erfasste Geschäftsjahr, welches ein Jahr nach Inkrafttreten beginnt, wäre somit in aller Regel das Jahr 2023. Über dieses Jahr muss zum ersten Mal Bericht erstattet werden.<sup>191</sup> Die erste Berichterstattung für dieses Geschäftsjahr erfolgt dann im 1. Semester 2024.

## VII. Sieben goldene Regeln als Kompass für die Unternehmensführung

Nachfolgend werden für VR und GL Leitplanken dargestellt, welche die rechtlich geforderte Ausrichtung des Unternehmens auf die Steigerung des Unternehmenswertes konkretisieren und anhand von Beispielen illustrieren.

### 1. Handlungsmaxime für VR und GL ist die langfristige Steigerung des Unternehmenswertes

Das übergeordnete Ziel der Gesellschaftsorgane ist die Steigerung des langfristigen Unternehmenswertes. Die Berücksichtigung anderer Stakeholderinteressen leitet sich aus diesem übergeordneten Ziel ab. Dieses «Oberziel» erlaubt es auch, die verschiedenen Stakeholderinteressen in ein übergeordnetes System einzuordnen und je nach Auswirkung auf die Wertmaximierung zu gewichten. Die Organe sind nicht verpflichtet und auch nicht berechtigt, bewusst andere Ziele (z.B. soziale Ziele) zu verfolgen, die nicht aus dem Oberziel des langfristigen Erfolgs des Unternehmens abgeleitet sind. Wenn die Organe für Stakeholderinteressen Ausgaben tätigen, mit denen sie das Ziel der Wertsteigerung bewusst nicht verfolgen wollen und sich dies negativ auf den Unternehmenswert auswirkt, handeln sie pflichtwidrig.

#### Beispiel 1: CSR/Klimaschutzziele

Wenn Unternehmen CSR-Ziele verfolgen, dann muss dies der langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes dienen. So kann ein Unternehmen etwa CO<sub>2</sub>-Ziele oder *Diversity-Anliegen* verfolgen. Dies darf aber nicht als Selbstzweck erfolgen, sondern muss im Interesse des Erfolges des Unternehmens sein, beispielsweise zur Steigerung der Reputation oder Attraktivität als Arbeitgeber für junge Talente.

<sup>187</sup> Der Bundesrat erlässt nähere Vorschriften zu den Sorgfaltspflichten. Er orientiert sich hierbei an international anerkannten Regelwerken.

<sup>188</sup> Art. 325<sup>ter</sup> E-StGB.

<sup>189</sup> Schlussendlich geht es hierbei um die Frage, ob die Gesellschaften sofort ab Beginn des Geschäftsjahres nach Inkrafttreten des neuen Rechts die entsprechenden Informationen sammeln müssen oder ob noch ein Übergangsjahr besteht, um sich entsprechend darauf vorzubereiten.

<sup>190</sup> Hierfür sprechen sowohl der Wortlaut der Übergangsbestimmung als auch eine systematische Auslegung: In der Übergangsbestimmung wird nicht beschrieben, in welchem Jahr die Bestimmungen erstmals Anwendung finden, sondern auf welches *Geschäftsjahr* sie angewendet wird. Die Verwendung des Begriffes *Geschäftsjahr* deutet darauf hin, dass nicht das Jahr gemeint ist, in dem der Geschäftsbericht veröffentlicht wird, sondern das Geschäftsjahr, das im Bericht beschrieben wird. Ausserdem gilt die gleiche Übergangsbestimmung auch hinsichtlich der Sorgfalts- und Transparenzpflichten zu Konfliktmineralien und Kinderarbeit. Die Sorgfaltspflichten gelten dort klarerweise für das Geschäftsjahr, das ein Jahr nach Inkrafttreten beginnt. Es kann nun nicht sein, dass im selben Jahr, in dem die Sorgfaltspflichten erstmals zu befolgen sind, bereits für das vorherige Jahr Bericht erstattet werden muss. Konkret kann es nur sein, dass die Sorgfaltspflichten für das Geschäftsjahr 2023 gelten und dann im Jahr 2024 zum ersten Mal über das Jahr 2023 Bericht erstattet wird und nicht, dass die Sorgfaltspflichten im Jahr 2023 gelten und im Jahr 2023 über das Jahr 2022 (in dem die Sorgfaltspflichten noch gar nicht gelten) Bericht erstattet wird.

<sup>191</sup> In diesem Geschäftsjahr gelten auch erstmals die Sorgfaltspflichten des neuen Rechts zu den Konfliktmineralien und Kinderarbeit.

## Beispiel 2: Unternehmensübernahmen

Bei einem Übernahmeangebot hat der VR – zumindest solange noch Spielraum besteht, die Unabhängigkeit der Gesellschaft zu wahren<sup>192</sup> – sein Verhalten primär danach auszurichten, was im Interesse der langfristigen Wertsteigerung der Unternehmung ist.<sup>193</sup> Er kann ein Angebot zum Beispiel nicht nur deshalb bekämpfen, weil dies zu Arbeitsplatzabbau, Einbussen für Lieferanten oder Restrukturierungen führt, die sich aber langfristig positiv auf den Unternehmenswert auswirken (etwa weil dies notwendige Massnahmen für die Gesundung eines angeschlagenen Unternehmens sind). Selbstverständlich ist auch der drohende Verlust der eigenen Stellung des VR kein Grund, ein Angebot negativ zu beurteilen. Ein Angebot kann aber zur Ablehnung empfohlen werden, weil der VR der Ansicht ist, dass die Übernahme nicht im Interesse der langfristigen Wertsteigerung sei und dem Wert des Unternehmens<sup>194</sup> nicht gerecht wird.<sup>195</sup> In einer solchen Situation darf sich der VR auch dann gegen das Angebot aussprechen, wenn dieses über dem aktuellen Börsenwert liegt.<sup>196</sup> Dies ist etwa der Fall, wenn der VR der Meinung ist, dass er eine ausgezeichnete Strategie hat, welche noch zu grossen Wertsteigerungen führen wird, unter dem neuen Eigentümer aber nicht realisiert werden kann und im Marktwert noch nicht (vollständig) reflektiert wird.<sup>197</sup> Selbstverständlich muss sich der VR dann an diesem Anspruch messen lassen. Wenn sich diese Einschätzung in Zukunft nicht realisiert, wird er zwar

i.d.R. kaum haftbar,<sup>198</sup> seine Reputation wird aber darunter leiden.<sup>199</sup>

## 2. Im Rahmen der Maxime der Wertvermehrung dürfen und müssen Stakeholderinteressen berücksichtigt werden

Die Geschäftsführung darf und *muss* Stakeholderinteressen berücksichtigen, wenn dies im Interesse des langfristigen Erfolgs der Unternehmung ist.<sup>200</sup> Auch der globale Trend, gewisse Stakeholderinteressen bewusster zu erfassen und stärker zu gewichten, ist gerechtfertigt, solange dies im Interesse der Wertmaximierung der Unternehmung ist. Hierbei ist es auch möglich, dass Stakeholderförderungen nur indirekt der Steigerung des Unternehmenswertes dienen. So können durchaus Massnahmen getroffen werden, die primär den Arbeitnehmern oder Kunden zugutekommen, solange dies auch dem Unternehmenswert dient (z.B. Gewinnung treuer Kunden und guter Mitarbeiter, was wiederum den Unternehmenswert steigert).

Die Organe der Gesellschaft müssen im Rahmen des Risikomanagements die wesentlichen Risiken ermitteln und entscheiden, wie damit im Interesse des Wertes der Gesellschaft umzugehen ist.<sup>201</sup> Dafür zu sorgen, dass solche Risiken erfasst werden und die Organe davon Kenntnis erlangen, ist der Kern der sog. Selbstinformationspflicht der Organe.<sup>202</sup> Zu diesen Risiken gehören auch negative Auswirkungen der Missachtung von Stakeholderanliegen auf das Unternehmen (z.B. Reputationsverlust infolge von Umweltskandalen). Stakeholdermanagement bzw. eine gewisse Sensibilität für CSR-Themen gehört somit mindestens bis zu einem bestimmten Mass zum Risikomanagement.<sup>203</sup> Es sind dementsprechend Prozesse zu definieren, welche solche Risiken erfassen und im Sinn der langfristigen Wertsteigerung angemessen adressieren.<sup>204</sup> Dies gilt in besonderem Masse für grosse, internationale Unternehmen, auf welche der Gegenvorschlag zur KVI abzielt. Der KVI-Gegenvorschlag hat diese Pflicht nun für Unternehmen, in dessen Anwendungsbereich, nochmals implizit statuiert und konkretisiert.<sup>205</sup>

<sup>192</sup> Wenn der VR entschieden hat, die Unabhängigkeit der Gesellschaft aufzugeben (z.B. bei Unterstützung eines Übernahmeangebots) oder es ansonsten sehr wahrscheinlich ist, dass es zu einem Kontrollwechsel kommt (z.B. weil ein unfreundliches Übernahmeangebot sehr erfolgversprechend ist), tritt zumindest im Kontext von öffentlichen Übernahmen das Interesse der Aktionäre, einen möglichst hohen Kaufpreis bzw. kurzfristigen Kapitalgewinn zu erzielen, in den Vordergrund. Siehe hierzu HOCH (FN 130), 369 ff. m.w.H.

<sup>193</sup> HOCH (FN 130), 372 f. m.w.H.

<sup>194</sup> Auch wenn der VR im Gegensatz zum U.S.-Recht keine *fiduciary duty* gegenüber den Aktionären hat und die langfristige Vermögenssteigerung (zumindest solange der Kontrollwechsel nicht feststeht) im Vordergrund steht, ist m.E. auch das Interesse der Aktionäre, einen hohen Preis zu erwirtschaften, vom VR zu berücksichtigen. Der VR hat zunächst festzustellen, ob das Übernahmeangebot im Interesse der nachhaltigen Wertsteigerung ist. Ist dies der Fall, ist zu prüfen, ob der angebotene Preis dem Unternehmenswert angemessen ist und allenfalls auf ein höheres Angebot hinzuwirken, falls das Angebot zu gering ist. Das Übernahmeangebot muss somit im Unternehmensinteresse liegen und preislich angemessen sein, siehe HOCH (FN 130), 372 f.

<sup>195</sup> Vgl. auch URS SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, 456 ff.; ROLF WATTER, Pflichten und Handlungsmöglichkeiten des Verwaltungsrates in Übernahmesituationen, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IV, Zürich 2002, 1 ff., 149 ff.

<sup>196</sup> WATTER (FN 195), 153; vgl. auch SCHENKER, Übernahmerecht (FN 195), 456.

<sup>197</sup> WATTER (FN 195), 153; vgl. auch HOCH (FN 130), 372.

<sup>198</sup> Es bestehen hierbei für den Kläger vielfältige Hürden, wie etwa der Nachweis des Schadens und der Sorgfaltswidrigkeit der Einschätzung des VR; vgl. hierzu WATTER (FN 195), 151; HOCH (FN 130), 366 ff.

<sup>199</sup> Vgl. hierzu WATTER (FN 195), 151.

<sup>200</sup> Vgl. FORSTMOSER, Profit (FN 133), 67 ff.

<sup>201</sup> Siehe hierzu FISCHER (FN 55), 183 ff.; sowie vorne Kapitel VI.5.1b.

<sup>202</sup> Siehe hierzu FISCHER (FN 55), 99, 183 ff., 301, 453 ff.

<sup>203</sup> Wenn davon auszugehen ist, dass etwa CSR-Risiken den langfristigen Unternehmenswert beeinträchtigen werden, sind entsprechende Gegenmassnahmen zu treffen.

<sup>204</sup> Liegt ein angemessenes institutionalisiertes Risikomanagement vor, werden die Organe grundsätzlich auch nicht verantwortlich, wenn es ohne Verschulden des Organs im konkreten Fall versagt, siehe FISCHER (FN 55), 329; HÄUSERMANN (FN 130), 498.

<sup>205</sup> Siehe hierzu vorne Kapitel VI.5.1b und VI.5.1c.

Reputationsrisiken sind in der heutigen Zeit von grosser Bedeutung für den Erfolg von Unternehmen und sollten dementsprechend auch sehr ernst genommen werden. Es ist aber auch hier anzumerken, dass das Unternehmen nicht bei jeder Kritik einknicken muss: Manchmal liegt es auch im Unternehmensinteresse, bei berechtigten Anliegen trotz Kritik standhaft zu bleiben.

### Beispiel 3: Umweltsünde im Ausland

Ein Unternehmen könnte sich an einem Grossprojekt in einem Land beteiligen, in dem unzureichende Umweltstandards gelten. Das Projekt wäre für das Unternehmen hochrentabel, würde aber auch zu grossen Umweltschäden führen (die das lokale Recht aber nicht verletzen). Es ist damit zu rechnen, dass das Projekt zu einem erheblichen Reputationsschaden und zu Problemen mit Kunden und anderen Geschäftspartnern bis hin zu einem Kundenboykott führen würde. Des Weiteren würde eine Unzufriedenheit in der Belegschaft, die sich nun nicht mehr mit ihrem Arbeitgeber identifizieren könnte, resultieren. In der Summe würde das Projekt trotz des hohen Gewinns dem Unternehmenswert schaden. In diesem Fall erfordert das pflichtgemässe Verhalten, dass sich die Unternehmensführung nicht am Projekt beteiligt.<sup>206</sup>

### 3. Keine Wahrnehmung von Stakeholderinteressen, wenn dies dem Ziel langfristiger Wertsteigerung widerspricht

Der Shareholder Value Ansatz, wie er hier verstanden wird, widerspricht dem Stakeholder Ansatz viel weniger, als es bei erster Betrachtung erscheint. So vertragen sich viele Postulate der Stakeholderbewegung bzw. die Berücksichtigung von Stakeholderinteressen durchaus mit dem Shareholder Value Ansatz. Der Hauptunterschied liegt darin, dass der Shareholder Value Ansatz nicht erlaubt, Stakeholderinteressen zu verfolgen, wenn dies dem Unternehmenswert abträglich ist. Macht die Unternehmensführung dies trotzdem, so handelt sie pflichtwidrig und kann haftbar gemacht werden. Dabei kann es zunächst sein, dass die Unternehmensführung ganz bewusst Stakeholderinteressen auf Kosten des Unternehmenswertes verfolgt. Ferner ist auch möglich, dass die Führung sorgfältswidrig verkennt, dass die Verfolgung von Stakeholderanliegen im konkreten Fall dem Unternehmenswert abträglich ist. Dies ist insbesondere der Fall, wenn der Nutzen einer Stakeholderförderung deren Kosten nicht aufwiegt und sich diese somit negativ auf den Unternehmenswert auswirkt.<sup>207</sup>

Selbstverständlich dürfen Mitglieder der Geschäftsführung auch nicht die eigenen Interessen anstelle der Un-

ternehmensinteressen verfolgen.<sup>208</sup> Bei Interessenkonflikten ist im Übrigen besondere Vorsicht geboten und es sind adäquate Gegenmassnahmen zu treffen. Wird ein Interessenkonflikt nicht mit geeigneten Massnahmen adressiert, fällt nämlich der Schutz der BJR dahin und es greift eine tatsächliche Vermutung, dass die Organperson aufgrund des Interessenkonfliktes pflichtwidrig gehandelt hat.<sup>209</sup>

### Beispiel 4: Sponsoring des Fussballvereins der Tochter

Ein Unternehmen darf etwa als Sponsor einen Fussballverein unterstützen, wenn ihm dies entsprechende Vorteile verschafft (z.B. Reputationsgewinne und hohe *name recognition* bei Kunden und Mitarbeitern). Unzulässig ist dagegen das Sponsoring von Sportvereinen und anderen kulturellen Zwecken, das dem Unternehmen keinen nennenswerten bzw. den Ausgaben entsprechenden Nutzen bringt. Besonders heikel sind hier Situationen, in denen ein Interessenkonflikt besteht. Beschliesst der CEO beispielsweise, die Jugendabteilung des Fussballvereins, dessen Präsident er selbst ist und bei dem seine Tochter als Juniorin spielt (und somit von der Förderung profitieren würde), grosszügig zu unterstützen, so besteht ein Interessenkonflikt.<sup>210</sup> Wenn hier keine entsprechenden Gegenmassnahmen beim Entscheid getroffen wurden, entfällt der Schutz der BJR und die Pflichtwidrigkeit wird vermutet.

### 4. Schutz durch BJR und Ermessen bei der Berücksichtigung von Stakeholderinteressen

VR und GL haben ein grosses Ermessen bei der Entscheidung, wie sie das Ziel der Steigerung des Unternehmenswertes erreichen wollen.<sup>211</sup> Es besteht auch ein entsprechendes Ermessen, wie und in welchem Umfang hierbei die Stakeholderinteressen oder CSR-Anliegen zu beachten sind. Wenn die entsprechenden Voraussetzungen erfüllt sind, dann schützt die BJR das Ermessen der Geschäftsführung und das Gericht prüft lediglich, ob der Entscheid der Unternehmensführung vertretbar ist.<sup>212</sup>

<sup>208</sup> Vgl. auch ZK-HOMBURGER, Art. 717 OR N 974.

<sup>209</sup> Urteil des Bundesgerichts 4A\_259/2016, 4A\_267/2016 vom 13. Dezember 2016 E. 5.2; kritisch hierzu LEO RUSTERHOLZ/LUKAS HELD, Beweisfragen im Zusammenhang mit der Business Judgment Rule, GesKR 2/2017, 228 ff., 230 ff.

<sup>210</sup> Vgl. WATTER/ROHDE (FN 130), 341 f.

<sup>211</sup> SCHENKER, Corporate Social Responsibility (FN 130), 643 f.; WATTER/SPILLMANN (FN 8), 111; HÄUSERMANN (FN 130), 498.

<sup>212</sup> FISCHER (FN 55), 240 m.w.H.; Urteil des Bundesgerichts 4A\_642/2016 vom 27. Juni 2017 E.2.1.

<sup>206</sup> Vgl. WATTER/SPILLMANN (FN 8), 105; HÄUSERMANN (FN 130), 498.

<sup>207</sup> HÄUSERMANN (FN 130), 498; WATTER/SPILLMANN (FN 8), 108; vgl. auch SCHENKER, Corporate Social Responsibility (FN 130), 643 f.



### Beispiel 5: Ermessensabwägung bei Restrukturierungen und Personalabbau

Ein wichtiges Beispiel sind Situationen mit möglichem Personalabbau.<sup>213</sup> Hierbei kommt es auf die Umstände und die Zukunftserwartungen der Führung an. Wenn etwa aufgrund technologischer Fortschritte oder Strukturwandel gewisses Personal langfristig nicht mehr notwendig ist, sollten die überflüssigen Arbeitskräfte grundsätzlich abgebaut werden. Anders verhält es sich etwa, wenn es (z.B. aufgrund der Corona-Pandemie) Überkapazitäten gibt und zu erwarten ist, dass sich der Markt wieder erholen wird. Dies gilt insbesondere auch dann, wenn durch den Personalabbau Know-how verloren gehen würde, welches nicht, bzw. nur langfristig wieder aufgebaut werden kann. In diesem Fall widerspricht es dem Gesellschaftsinteresse, kurzfristige Überkapazitäten sofort abzubauen (gleiche Überlegungen gelten etwa auch bei der Auslagerung der Produktionsschritte im Rahmen von *Outsourcing* oder *Lean Production*).<sup>214</sup> Wichtige Faktoren sind hier auch die Motivation der Mitarbeiter und das Image als Arbeitgeber. So kann es etwa angezeigt sein, Mitarbeiter in einer anderen Funktion weiter zu beschäftigen, wenn deren gegenwärtige Funktion aufgrund des Strukturwandels nicht mehr erforderlich ist. Dies gilt m.E. in einem gewissen Umfang sogar dann, wenn die Mitarbeiter im Vergleich zu anderen Kandidaten weniger produktiv in der neuen Funktion sind. Grund hierfür kann etwa sein, dass dadurch der Belegschaft signalisiert wird, dass man auch in schweren Zeiten zu den Mitarbeitern hält, wodurch die Motivation der Mitarbeiter und Reputation als Arbeitgeber steigt. Das Wissen, dass der Arbeitgeber in gewissem Masse loyal ist, ermutigt Mitarbeiter auch arbeitgeberspezifische Investitionen zu tätigen, was dem Arbeitgeber wieder zugutekommt.<sup>215</sup> Ein relevanter Faktor ist ferner auch die Aussenwahrnehmung. So können Entlassungswellen auch dem Image schaden, was mit erheblichen finanziellen Nachteilen verbunden sein kann.

In der Summe zeigt sich, dass zur Ermittlung des Verhaltens, welches sich positiv auf den Unternehmenswert auswirkt, eine vielschichtige Abwägung erforderlich ist. Die Unternehmensführung hat hier ein *weites Ermessen*. Es ist keinesfalls notwendig, Mitarbeiter bei Überkapazitäten «sofort» auf die Strasse zu stellen. Handkehrum kann das Unternehmen sich m.E. auch nicht «nur» aus sozialer Verantwortung einem notwendigen Strukturwandel entziehen, ohne dass dies durch Faktoren gerechtfertigt ist, die im Ziel der Wertvermehrung gründen bzw. zu dieser beitragen. Auch reduziert sich der Ermessensspielraum der Führung, sobald ernsthafte finanzielle Probleme bestehen, welche die Liquidität und Solvabilität des Unternehmens gefährden. So ist eine

gewisse Grosszügigkeit aus Reputationsgründen nicht mehr gerechtfertigt, wenn das Unternehmen dadurch illiquid bzw. konkursreif wird. Potenzielle Gewinne in der Zukunft nützen nichts mehr, wenn es das Unternehmen dann nicht mehr gibt. Eine Verweigerung von notwendigen Strukturanpassungen führt i.d.R. dazu, dass die sozialen Folgen später noch gravierender ausfallen und mit weniger Handlungsspielraum der Führung zu bewältigen sind, als wenn der Wandel proaktiv angegangen worden wäre.<sup>216</sup>

### Beispiel 6: Unvertretbare Spende an Pet-Charity des Verwaltungsratspräsidenten

Der Verwaltungsratspräsident eines lokalen Schweizer Turbinenbauunternehmens macht Ferien in Afrika und besucht vor Ort ein Wildtierreservat. Tief beeindruckt von dem Gesehenen und angesichts eines ausgezeichneten Geschäftsjahres beschliesst er, dass man auch «etwas zurückgeben» müsse. Er veranlasst daher, dass 30 % des Geschäftsgewinns anonym an das Reservat gespendet werden sollen. Da die Spende anonym ist, kann sie kaum positive Folgen für die Unternehmung – etwa aufgrund einer besseren Reputation bei Kunden oder Mitarbeitern – haben. Ähnlich ist es, wenn die Spende zwar publik gemacht wird, aber nicht an Orten, wo dies für das Unternehmen von Vorteil sein kann (z.B. wenn die grosszügige Spende in Afrika breit verkündet wird, aber das Unternehmen nicht auf dem afrikanischen Markt tätig ist). Gerade die edelste Form des Spendens, bei der es nur darum geht, Gutes zu tun, ohne sich irgendwelche Vorteile zu erhoffen, ist für ein gewinnorientiertes Unternehmen nicht zulässig. Die Führung darf nicht auf Kosten anderer (nämlich der Aktionäre) Projekte aus rein ethischen Gründen bzw. zur Verwirklichung ihrer individuellen Wertvorstellungen unterstützen.<sup>217</sup> Wenn ein Unternehmen etwa eine Spende macht, muss dies nach dem Grundsatz «Tue Gutes und sprich darüber» auch entsprechend publik gemacht werden, damit das Unternehmen überhaupt davon profitieren kann. Auch kommt es darauf an, welche Reputationsgewinne bei dem Zielpublikum zu erwarten sind, bzw. ob Bezüge zum Unternehmen oder Produkt gegeben sind.<sup>218</sup> Es scheint beim vorliegenden Unternehmen (Turbinenbau-firma mit Geschäftskunden) kaum vorstellbar, dass eine derart hohe Spende für ein solches Projekt ohne erkennbaren Bezug zur Zielgruppe mit genügenden Reputationsgewinnen verbunden ist. Eine entsprechende Spende an die *Pet-Charity*<sup>219</sup> des *Verwaltungsratspräsidenten wäre hier nicht vertretbar* und sprengt den Rahmen des geschützten Ermessens. Ein Gericht würde dementspre-

<sup>216</sup> WATTER/SPILLMANN (FN 8), 106.

<sup>217</sup> Siehe hierzu vorne Kapitel VI.1 sowie WATTER/SPILLMANN (FN 8), 115; FISCHER/WATTER (FN 3); HÄUSERMANN (FN 130), 498; SCHENKER, Corporate Social Responsibility (FN 130), 644.

<sup>218</sup> Vgl. SCHENKER, Corporate Social Responsibility (FN 130), 644.

<sup>219</sup> Vgl. MÜLLER (FN 12), 37.

<sup>213</sup> Zum Ganzen WATTER/SPILLMANN (FN 8), 113 f.

<sup>214</sup> Zum Ganzen WATTER/SPILLMANN (FN 8), 113 f.

<sup>215</sup> Siehe hierzu vorne Kapitel IV.2.1b.

chend richtigerweise das Verhalten als pflichtwidrig beurteilen, selbst wenn die Voraussetzungen der BJR gegeben wären.<sup>220</sup>

## 5. Vor Entscheiden zu Stakeholderinteressen sind Kosten und Nutzen sorgfältig abzuwägen

Um zu ermitteln, ob sich die Verfolgung von Stakeholderinteressen negativ auf den Gesellschaftswert auswirkt, hat der VR die entsprechenden Kosten und Nutzen zu ermitteln und abzuwägen. Überwiegen die Kosten bzw. Nachteile, hat er von der Wahrnehmung der Stakeholderinteressen Abstand zu nehmen. Diese Abwägung ist auch erforderlich, um in den Genuss der BJR zu kommen.<sup>221</sup> Zu Beweis Zwecken ist es ferner auch von Vorteil, diesen Prozess gut zu dokumentieren.<sup>222</sup> Als Nutzen können in diesem Zusammenhang auch Faktoren in die Abwägung einfließen, welche nur indirekt auf den Gewinn bzw. Unternehmenswert Einfluss haben, wie z.B. die Reputation des Unternehmens oder die Motivation der Mitarbeiter.

### Beispiel 7: Humanitäres Engagement im dreistelligen Millionenbereich

Das Pharmaunternehmen Merck hat in den 1980er und 1990er Jahren ein Medikament entwickelt, das gegen Flussblindheit wirkt. Bei der Flussblindheit leben bis zu 50 cm lange Würmer im Körper der Betroffenen, was zu extremem Juckreiz und bis zur Erblindung führen kann. Zu dieser Zeit waren 18 Millionen Menschen an Flussblindheit erkrankt und weitere 100 Millionen waren davon bedroht. Als problematisch erwies sich, dass trotz der verheerenden Folgen für die Erkrankten keine finanziellen Mittel für das Medikament vorhanden waren, da die Betroffenen in armen Ländern in Westafrika und teilweise in Lateinamerika lebten. Merck beschloss daher, die Medikamente im Rahmen des Mectizan Donation Programms gratis zur Verfügung zu stellen, was mit erheblichen jährlichen Ausgaben verbunden war.<sup>223</sup> Auf den ersten Blick scheint ein solches Programm dem Shareholder Value Ansatz zu widersprechen. Den getätigten Ausgaben standen hier aber auch erhebliche Vorteile für die Unternehmung gegenüber: Durch dieses Programm konnten die Reputation des Unternehmens<sup>224</sup>, die Motivation der Mitarbeiter sowie die Attraktivität als Arbeitgeber entscheidend gesteigert und

auch deren Präsenz auf internationalen Märkten erhöht werden.<sup>225</sup> Gemäss dem CEO des Unternehmens hat sich denn auch in 10 Jahren nie ein Aktionär über das Programm beschwert.<sup>226</sup> Meines Erachtens können solche Programme, auch wenn erhebliche Kosten anfallen (zwischen 2006–2011 fielen etwa 100 Mio. USD jährlich an)<sup>227</sup> im Interesse des langfristigen Unternehmenswertes sein.<sup>228</sup> Die Unternehmensführung hat hierbei einen beachtlichen Ermessensspielraum. Zumindest um in den Schutz der BJR zu kommen, müssen aber vor einem entsprechenden Entscheid Kosten und Nutzen analysiert werden. Dabei ist es empfehlenswert, auch den Nutzen genauer einzuschätzen und, wenn möglich, zu quantifizieren. (So entstehen z.B. durch das Programm auch erhebliche Steuervorteile).<sup>229</sup> Die BJR gilt m.E. aber auch, wenn die Nutzen (z.B. Reputationsnutzen) nur schwer quantifizierbar sind und diese nicht quantifiziert wurden, solange die Unternehmensführung Vor- und Nachteile sorgfältig abgewogen hat.<sup>230</sup>

## 6. Es besteht keine Pflicht zur kurzfristigen Gewinnsteigerung

Die Gesellschaftsorgane können kurzfristige Einbussen in Kauf nehmen, um den Unternehmenswert langfristig zu steigern. Dies ist gerechtfertigt und oft geboten. Wie bereits ausgeführt, kann das zu kurzfristige Schielen von Managern auf Quartalsabschlüsse schädlich sein.<sup>231</sup> Ein Projekt, welches einen klar positiven Net Present Value hat, sollte grundsätzlich durchgeführt werden, auch wenn sich dies etwa kurzfristig negativ auf den Quartalsabschluss auswirkt.<sup>232</sup> Auch sollte der Forschungsetat nicht auf Kosten der langfristigen Innovationskraft gekürzt werden, obwohl dies die Gewinne kurzfristig steigert.<sup>233</sup>

Die Unternehmensorgane können somit kurzfristiges Gewinninteresse hinter längerfristige Überlegungen stellen, weil dies etwa ihrer Reputation bei Mitarbeitern

<sup>220</sup> Zur Spendenthematik mit Ausführung zu den Grenzen der Vertretungsmacht: WATTER/ROHDE (FN 130), 329 ff.

<sup>221</sup> FISCHER (FN 55), 262 ff. m.w.H.; siehe auch vorne Kapitel VI.2.

<sup>222</sup> FISCHER (FN 55), 262 ff. m.w.H.; HÄUSERMANN (FN 130), 499.

<sup>223</sup> ALEX EDMANS, *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, London 2020, 23 ff.

<sup>224</sup> Das *Fortune* Magazin bezeichnete Merck danach etwa 7 Jahre lang als «America's most admired Company» – Ein Rekord, der weder vorher noch nachher je erreicht wurde, siehe EDMANS, *Grow The Pie* (FN 223), 26.

<sup>225</sup> YOLANDA HERNANDO/KAELA COLWELL/BRIAN D. WRIGHT, *Doing well while fighting river blindness: the alignment of a corporate drug donation programme with responsibilities to shareholders*, *Tropical Medicine and International Health* 10/2016, 1304 ff.; KIMBERLY LAYNE COLLINS, *Profitable Gifts: A History of the Merck Mectizan Donation Program and Its Implications for International Health*, *Perspectives in Biology and Medicine* 1/2004, 100 ff.

<sup>226</sup> COLLINS (FN 225), 109.

<sup>227</sup> Diese Kosten reduzieren sich aber auf ca. 30 Millionen USD jährlich, wenn Steuerermässigungen berücksichtigt werden, siehe HERNANDO/COLWELL/WRIGHT (FN 225), 1304.

<sup>228</sup> Siehe zu Grossspenden auch HOFSTETTER, *Swiss code of best practice for corporate governance* (FN 136), 6.

<sup>229</sup> Siehe FN 227.

<sup>230</sup> Vgl. auch HÄUSERMANN (FN 130), 498.

<sup>231</sup> Siehe hierzu vorne Kapitel IV.2.2.

<sup>232</sup> Vgl. hierzu die Studie von GRAHAM/HARVEY/RAJGOPAL (FN 97), 1 ff.

<sup>233</sup> FISCHER/WATTER (FN 3).

oder Geschäftspartnern hilft oder sonst davon auszugehen ist, dass sich dies langfristig auszahlt.<sup>234</sup>

Allerdings ist hierbei zu berücksichtigen, dass übermässige Langfristigkeit auch ein Corporate Governance und Accountability Problem sein kann. So kann etwa eine zu langfristige Ausrichtung dazu benutzt werden, um ungenügende Leistungen des Managements zu kaschieren.<sup>235</sup> Auch müssen nicht für jede zukünftige Eventualität übermässige Reserven gebildet werden. So sollte etwa überschüssige Liquidität an die Aktionäre zurückgeführt werden, wenn diese vom Unternehmen nicht benötigt wird bzw. nicht in erfolgsversprechende Projekte investiert werden kann.<sup>236</sup> Im Rahmen der Unternehmenswertanalyse bzw. bei der Beurteilung von möglichen Projekten ist ferner auch zu berücksichtigen, dass Finanzflüsse einen Zeitwert haben. So ist ein Gewinn von einer Million in 10 Jahren weniger wert als ein Gewinn heute.

#### Beispiel 8: Gratis-Technologie

Die Unternehmensführung beschliesst, gewisse Technologien gratis zur Verfügung zu stellen bzw. auf den Patentschutz zu verzichten. Sie tut dies, damit die Technologie zum Marktstandard wird, was wiederum dem Unternehmen zum Vorteil gereicht. Die Unternehmensführung darf in diesem Szenario auf kurzfristige Gewinne aus der Verwertung der Technologie verzichten, da sie sich davon langfristig einen grösseren Nutzen verspricht.<sup>237</sup> Dies ist etwa der Fall, wenn die Unternehmung weitere noch rentablere Produkte oder Dienstleistungen anbietet, welche auf der Gratis-Technologie basieren.

### 7. Die Unternehmensführung muss sich an geltendes Recht halten

Den Rahmen der wirtschaftlichen Interaktion bildet das geltende Recht. Die Organe müssen sich an diese Spielregeln halten<sup>238</sup> und zwar auch dann, wenn sich eine Rechtsverletzung positiv auf den Unternehmenswert auswirken würde.<sup>239</sup> Die Überwachung der Befolgung der Gesetze ist entsprechend auch eine unübertragbare Aufgabe des VR nach Art. 716a Abs. 1 Ziff. 5 OR.<sup>240</sup>

Das Recht stellt nicht nur sicher, dass effiziente wirtschaftliche Zusammenarbeit überhaupt möglich ist, es hat auch eine wichtige Funktion zur Wahrung der Stakeholderinteressen etwa bei Marktversagen. Wichtige Normen bezüglich der Debatte um Stakeholder und CSR sind z.B. Umweltrecht, Korruptionsstrafrecht, Arbeitnehmerschutz- und Sozialgesetze. Die Unternehmensführung kann sich darüber hinaus auch freiwillig an unverbindliches Soft Law (z.B. internationale Umwelt- und Sozialstandards) halten. Der Entscheid hierüber ist dann aber wiederum am Ziel der langfristigen Wertsteigerung zu messen und die Unternehmensführung hat hier – im Gegensatz zu verbindlichen Normen – ein gewisses Ermessen. Gleiches gilt etwa auch, wenn ein Unternehmen darauf verzichtet, rechtliche Spielräume auszunutzen, weil dies den langfristigen Reputationsinteressen schaden würde.<sup>241</sup>

#### Beispiel 9: Lukrativer Gesetzesbruch

Eine Gesellschaft könnte ein sehr lukratives Geschäft abschliessen, müsste hierfür aber Gesetze verletzen. Die möglichen negativen Folgen etwa aufgrund einer Busse, Schadenersatz oder Reputationsverlust sind bedeutend kleiner als der Gewinn, welcher durch den Auftrag generiert werden würde. Ausserdem ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Gesetzesverletzung im konkreten Fall aufgedeckt würde, minimal. Berücksichtigt man alle Faktoren, würde die Gesetzesverletzung klar zu einer Wertsteigerung des Unternehmens führen. Trotzdem darf die Unternehmensführung die Gesetzesverletzung nicht anordnen oder dulden.<sup>242</sup>

### VIII. Fazit

Es besteht ein globaler Trend, Stakeholderinteressen und CSR-Anliegen bewusster zu berücksichtigen und stärker zu gewichten. Dies ist im Grundsatz berechtigt und begrüssenswert. So wird in einer immer komplexeren und interaktiveren Wirtschaft die Kooperation zwischen den Stakeholdern stets wichtiger. Ferner hat die Wirtschaft so stark an Schaffenskraft zugelegt, dass auch deren externe Kosten immer gravierender werden. Kunden legen zu Recht Wert darauf, dass dies von den Unternehmen berücksichtigt wird, und zumindest gewisse Kunden sind wohl auch immer mehr dazu bereit, hierfür die entsprechenden Kosten zu tragen. Soweit die Wahrnehmung der Stakeholderinteressen nicht gesetzlich geboten ist (wie z.B. die Einhaltung von Arbeitnehmerschutz- oder Umweltgesetzen), muss sie aus Sicht der Unternehmensführung auf das Ziel der Steigerung des Unternehmenswerts ausgerichtet sein. Der Unternehmenswert entspricht

<sup>234</sup> HOFSTETTER, Swiss code of best practice for corporate governance (FN 136), 2 f.

<sup>235</sup> HOFSTETTER, Swiss code of best practice for corporate governance (FN 136), 2 f.; KARL HOFSTETTER, Kurzfristigkeit: Ein zentrales Problem für die Corporate Governance?, Going Public Magazin, Special «Schweiz» Dezember 2012, 27 ff.

<sup>236</sup> FISCHER/WATTER (FN 3).

<sup>237</sup> Vgl. WATTER/SPILLMANN (FN 8), 96.

<sup>238</sup> SCHENKER, Corporate Social Responsibility (FN 130), 638.

<sup>239</sup> WATTER/SPILLMANN (FN 8), 107 f., 115.

<sup>240</sup> FISCHER (FN 55), 124, 187; ROLF SETHE/FABIO ANDREOTTI, Compliance und Verantwortlichkeit, in: Isler/Sethe (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht VIII, Zürich/Basel/Genf 2016, 87 ff.

<sup>241</sup> HOFSTETTER, Swiss code of best practice for corporate governance (FN 136), 6.

<sup>242</sup> Vgl. WATTER/SPILLMANN (FN 8) 105.

grundsätzlich auch dem gesellschaftlichen Wertbeitrag eines Unternehmens. Verbleibende Marktversagen müssen mit anderen Mechanismen angegangen werden und nicht mit einer diffusen Ausrichtung auf alle Stakeholder zugleich ohne höheres Ordnungsprinzip. Die Aufgabe des Shareholder Values als Ordnungsprinzip würde bedeuten, dass die Unternehmensführung keinen klaren Kompass mehr hätte. Sie wäre allen zugleich und damit schlussendlich niemandem mehr verantwortlich. Im Endeffekt würde dies bedeuten, dass Unternehmenswert vernichtet werden darf oder sogar muss, um Stakeholderinteressen zu dienen. Dies kann nicht im Unternehmensinteresse sein und ist rechtlich nicht haltbar und gesellschaftlich nicht wünschbar. Richtig und erwünscht ist hingegen, dass VR und Management Stakeholderinteressen und CSR-Anliegen im Rahmen der Maxime der langfristigen Wertsteigerung berücksichtigen sollen. Die folgenden sieben goldenen Regeln sollen hierbei als Kompass dienen:

1. Ziel des Unternehmens und Handlungsmaxime für VR und GL ist die langfristige Steigerung des Unternehmenswertes.
  2. Stakeholderinteressen dürfen und müssen von der Unternehmensführung berücksichtigt werden, soweit dies der langfristigen Wertsteigerung dient.
  3. Die Unternehmensführung darf Stakeholderinteressen dann nicht verfolgen, wenn dies dem Ziel der langfristigen Wertsteigerung widerspricht.
  4. Die Unternehmensführung hat ein erhebliches Ermessen bei der Berücksichtigung von Stakeholderinteressen und genießt diesbezüglich grundsätzlich den Schutz der BJR.
  5. Vor Entscheiden zu Stakeholderinteressen sind Kosten und Nutzen sorgfältig abzuwägen.
  6. Es besteht keine Pflicht zur kurzfristigen Gewinnsteigerung. Kurzfristige Einbussen zugunsten eines höheren langfristigen Unternehmenswertes sind gerechtfertigt.
  7. Die Unternehmensführung muss sich an geltendes Recht halten. Sie darf dieses auch nicht zur Steigerung des Unternehmenswertes missachten.
-