



Andreas Binder*

Weshalb sehen wir tatenlos zu, wie pflichtenlose Investoren unsere Wirtschaft attackieren?

Eine Grundsatzdiskussion über die Rolle der Aktionäre bei Publikumsgesellschaften ist notwendig

Inhaltsübersicht

- I. Der Imperativ der Zeit: Nachhaltigkeit
- II. Das System der Aktiengesellschaft
- III. Neue Entwicklungen und ihre Treiber
- IV. Die seltsame neue Welt der Publikumsgesellschaften
- V. Ein breiter gesellschaftspolitischer Diskurs ist notwendig

I. Der Imperativ der Zeit: Nachhaltigkeit

Nach den wilden 1990er und 2000er Jahren, die in Vielem an die Roaring Twenties des letzten Jahrhunderts erinnerten, folgte im Jahr 2008 das jähe Erwachen: Am 15. September 2008 ging die Investmentbank Lehman Brothers über Nacht bankrott. Dies führte zu einem kompletten Vertrauensverlust im weltweiten, aufs Engste miteinander verbundenen Bankensystem. Die Banken liehen einander kein Geld mehr, weil jede von ihnen wusste, wie exponiert das ganze System und damit fast jede von ihnen war. Innert Tagen und Wochen stand eine renommierte Bank nach der andern am Abgrund. Nur massivste staatliche Interventionen weltweit retteten die Banken, ihre Manager und gar das ganze, bisher so erfolgreiche westliche Wirtschaftssystem vor einem kolossalen Absturz. Die staatlichen Interventionen führten zu einer massiven Mehrverschuldung vieler Länder, zur Finanzkrise trat die Krise der Staaten hinzu, die Eurokrise stürzte viele Länder Europas in eine Wirtschafts- und Vertrauenskrise, deren langfristige Folgen noch nicht absehbar sind.

Weltweit war man sich in der Folge einig: «Nie wieder!» Die Banken mussten sich äusserst weit, zum Teil zu weit gehenden neuen Regulierungen unterziehen. Und gegenüber der gesamten Wirtschaft erschallte der Ruf nach mehr Nachhaltigkeit. Der diesbezügliche Konsens war breit und wurde auch von liberalen Blättern wie dem «Economist» und der «NZZ» getragen. Anders als in der Bankenwelt wurde dieser Ruf nach mehr Nachhaltigkeit aber nicht in gesetzlichen Regeln verankert, sondern in freiwilligen Kodices für gute Corporate Governance,

sogenannten «Corporate Governance Best Practice Codes». So steht im deutschen Kodex seit 2009, in völliger Abkehr von den früheren Grundprinzipien: «Der Kodex verdeutlicht die Verpflichtung von Vorstand und Aufsichtsrat, im Einklang mit den Prinzipien der sozialen Marktwirtschaft für den Bestand des Unternehmens und seine *nachhaltige Wertschöpfung* zu sorgen». Und während im Swiss Code of Best Practice in den Jahren 2002 bis 2014 Corporate Governance definiert wurde als «die Gesamtheit der *auf das Aktionärsinteresse* ausgerichteten Grundsätze, die unter Wahrung von Entscheidungsfähigkeit und Effizienz auf der obersten Unternehmensebene Transparenz und ein ausgewogenes Verhältnis von Führung und Kontrolle anstreben», wird unter Corporate Governance seit der Revision 2014 die Gesamtheit dieser «*auf das nachhaltige Unternehmensinteresse* ausgerichteten Grundsätze» verstanden. Der weltweit als Benchmark dienende britische Corporate Governance Code schliesslich macht den Verwaltungsrat seit 2010 neu für den *langfristigen Erfolg* und nicht wie bisher für den *Erfolg* des Unternehmens verantwortlich.

II. Das System der Aktiengesellschaft

Damit stellt sich die Frage, ob denn unser Gesellschaftsrecht auch so organisiert ist, dass es die Realisierung dieser Zielsetzung ermöglicht. Und wenn wir das System der Aktiengesellschaft analysieren, stellen wir eine grosse Merkwürdigkeit fest: Nicht alle Entscheidungsträger der Gesellschaft unterliegen dem gleichen Regelsystem. Der Verwaltungsrat und das Management werden, wie dies natürlicherweise zu erwarten ist und wie dies auch für jeden Mitarbeitenden ganz selbstverständlich gilt, in ihrem Verhalten rechtlich gesteuert, indem sie das Gesetz verpflichtet, mit aller Sorgfalt nach bestem Wissen und Gewissen jederzeit im Interesse des Unternehmens zu handeln. Die Aktionäre dagegen sind dem Unternehmen gegenüber zu nichts verpflichtet; sie sind in ihrem Verhalten rein wirtschaftlich gesteuert und dürfen sämtliche ihre Entscheide in der Generalversammlung der Gesellschaft im egoistischen Eigeninteresse treffen – ohne jegliche Rücksicht darauf, ob dies dem Unternehmen nützt oder schadet!

* Prof. Dr. iur. et. lic. oec., Rechtsanwalt, Honorarprofessor für Schuld- und Gesellschaftsrecht und Direktor des Corporate Governance Competence Centre an der Universität St. Gallen, E-Mail: andreas.binder@unisg.ch.

Man fragt sich, wie ein solches System mit zwei verschiedenen Regelsystemen funktionieren kann und weshalb es nicht auseinanderfällt. Und bei genauer Betrachtung findet man die Antwort: Das System funktioniert, weil – und solange – es über zwei feste Ankerpunkte verfügt. Ankerpunkt eins ist der Umstand, dass die Aktionäre Langfristinvestoren sind; Ankerpunkt zwei bildet die Tatsache, dass der Gesetzgeber – weltweit – die Kompetenzen der Aktionäre stark einschränkt und die Kompetenzen dort ansiedelt, wo auch die Aufgaben und die Verantwortung liegen: bei Verwaltungsrat und Management.

Den ersten Ankerpunkt kennt man bestens vom KMU oder vom Familienbetrieb: Das Unternehmen wird über Jahrzehnte, ja Generationen von den gleichen Eigentümern getragen. Und daraus ergibt sich eine ganz natürliche Interessenparallelität zwischen dem Unternehmen und seinen Mitarbeitenden, Kunden und Lieferanten einerseits und den Aktionären andererseits; denn das ökonomische Interesse der Aktionäre ist ein langfristiges, sie sind am langfristigen Erfolg des Unternehmens interessiert und treffen ihre Entscheide als Aktionäre entsprechend.

Der zweite Ankerpunkt mag überraschen, wenn man die Aktionäre als Eigentümer des Unternehmens betrachtet. Aber er ist immer dann wichtig und kommt zum Tragen, wenn die Aktionäre sich nicht als Langfrist-Eigentümer sehen und verhalten, sondern als Investoren, die dem Unternehmen Geld in Form von Eigenkapital – eben Aktien – zur Verfügung stellen und damit eine Rendite erzielen wollen, ganz gleich wie sie dies bei einem anderen Unternehmen tun, welchem sie Geld in Form von Fremdkapital – Obligationen – zur Verfügung stellen, mit welchem sie ebenso eine Rendite erzielen möchten. Und damit gelangen wir zu einem zentralen Zwischenergebnis: Anders als beim KMU oder beim Familienunternehmen gilt es den Aktionär bei der Publikumsgesellschaft, jedenfalls sofern er nicht Kernaktionär ist, nicht primär als Eigentümer zu verstehen, sondern als Investor. Sehr anschaulich auf den Punkt gebracht haben dies die amerikanischen Wissenschaftler Bearle und Means schon 1932 in ihrem Werk «The Modern Corporation and Private Property»: «It has often been said that the owner of a horse is responsible. If the horse lives he must feed it. If the horse dies he must bury it. No such responsibility attaches to a share of stock». Und Hand aufs Herz: Wer von uns betrachtet seine in der Regel kleinen Engagements in Schweizer Blue Chips als Engagements eines verantwortlichen Eigentümers und nicht als solche eines an guter Rendite interessierten Investors, jederzeit bereit, seine Aktien zu verkaufen, wenn er einen schönen Gewinn einstreichen kann oder eine bessere Alternative sieht?

III. Neue Entwicklungen und ihre Treiber

Seit gut 20 Jahren ist weltweit ein Trend zu beobachten, den Aktionären im Gefüge der Corporate Governance der Publikumsgesellschaften mehr Macht zu geben. Treiber dieser Entwicklung waren oftmals ein Versagen in den Führungsetagen, die Finanz- und Wirtschaftskrise, die Lohnexzesse, nicht zuletzt aber die Wahrnehmung der Aktionäre als Eigentümer des Unternehmens in Öffentlichkeit und Politik. Öffentlichkeit und Politik waren sich dabei kaum bewusst, dass die Machtverlagerung zu den Aktionären gleichzeitig eine Machtverlagerung von einem rechtlich gesteuerten in ein rein wirtschaftlich gesteuertes System mit sich bringt und dass bei Publikumsgesellschaften, anders als bei Familienunternehmen, keinerlei ausserrechtliche Normen den Umgang der Aktionäre mit dieser grösseren Machtfülle ordnen.

Parallel zu dieser Machtverlagerung hat es einen mehrfachen Wandel in der Zusammensetzung und im Verhalten des Aktionariats der Publikumsgesellschaften gegeben. Vor dreissig Jahren waren die Aktien von Schweizer Blue Chips zu 60 bis 80 % im direkten Besitz von privaten Personen und Unternehmen, heute sind sie zu 60 bis 80 % im Besitz von sogenannten institutionellen Investoren wie Pensionskassen, Versicherungen, Aktienfonds und Hedge Funds. Vor dreissig Jahren waren die Aktien von Schweizer Blue Chips mehrheitlich im Besitz von Schweizern, heute sind sie mehrheitlich im Besitz von Ausländern. Vor dreissig Jahren betrug die durchschnittliche Haltedauer an Aktien mehrere Jahre, heute bloss noch Monate. Heute gibt es mehr und mehr sogenannte aktivistische Aktionäre, die einzig an einem schnellen Gewinn interessiert sind und denen das langfristige Wohl des Unternehmens, in welches sie investieren, egal ist. Heute gibt es grosse Staatsfonds und weitere Investoren aus Ländern wie China oder aus arabischen Staaten, die keine offenen Volkswirtschaften sind und auf einem anderen Wirtschaftssystem als die westliche Welt basieren. Die Staatsfonds und Investoren aus diesen Ländern verfügen über enorme finanzielle Mittel, die es ihnen ermöglichen, auf ihren immer grösseren und schnelleren Einkaufstouren viele Juwelen der westlichen Industrieländer aufzukaufen, ohne dass diese Staaten den westlichen Unternehmen das Gegenrecht gewähren, in ihren Ländern Unternehmen erwerben zu können.

IV. Die seltsame neue Welt der Publikumsgesellschaften

Als Ergebnis des Systems der Aktiengesellschaft in Verbindung mit den aufgezeigten Entwicklungen im Machtgefüge der Publikumsgesellschaft und in der Zusammensetzung und Verhaltensweise des Aktionariats befindet sich die moderne Publikumsgesellschaft in einer seltsa-

men neuen Welt. Die heutigen Anforderungen der Öffentlichkeit und der Politik sind klar: Die global tätigen grossen Schweizer Unternehmen sollen dem Gebot der Nachhaltigkeit nachleben, sie sollen weltweite Innovationsführer sein und bleiben, sie sollen sichere, gut bezahlte Arbeitsplätze anbieten, sie sollen sich zur Corporate Social Responsibility bekennen, kurzum: sie sollen dem Stakeholder value-Prinzip verpflichtet sein und gleichzeitig Wert schaffen für Aktionäre, Mitarbeitende, Kunden, Lieferanten und die Öffentlichkeit und deren langfristige Zufriedenheit und freiwillige Loyalität fördern.

Gleichzeitig wirkt aber das Instrumentarium, welches das Gesetz und die gelebte Praxis den Wirtschaftsführern zur Umsetzung dieser anspruchsvollen Aufgabe zur Verfügung stellt, vollkommen gegenläufig. Die von den Investoren eingeforderte Quartalsberichterstattung führt zu einem steten hohen Druck dieser Investoren, der Medien und damit der Öffentlichkeit auf kurzfristige Erfolge und steigende Aktienkurse. Entwickelt sich der Aktienkurs eines Unternehmens während ein paar Quartale schlechter als jener der Konkurrenz, sehen sich die Führungskräfte bereits mit Fragen zu ihrer Führungskompetenz und zur richtigen Strategie konfrontiert. Aktivistische Aktionäre treten in die Arena und fordern imperativ kurzfristig kurssteigernde Massnahmen wie Verkäufe von Unternehmensteilen, Fusionen oder die Rückführung von Eigenkapital an die Aktionäre zwecks Steigerung der Eigenkapitalrendite infolge tieferer Eigenmittel. Die Öffentlichkeit macht dieses Spiel munter mit, ohne zu realisieren, dass der Erfolg dieser aktivistischen Aktionäre häufig kurzfristig auf Kosten der Mitarbeitenden erfolgt, die zwecks Reduktion der Kosten entlassen werden, und langfristig auf Kosten der Innovationskraft und damit des nachhaltigen Erfolgs des Unternehmens geht. Und wenn massgebliche Teile der ehemaligen *Swissair* von einem chinesischen Unternehmen erworben werden, stört uns das keineswegs – es eröffnet ja kurzfristig Marktchancen im grossen China. Dass die Chinesen das Spiel der Wirtschaft nach ganz andern Regeln spielen, dass ihre Investitionen strategisch vom Staatsapparat gelenkt oder mitgelenkt werden, dass sie gezielt das westliche Knowhow aufkaufen, dass sie in Dekaden und Jahrhunderten denken und nicht in Quartalen wie wir, und dass sie die Schweizer Unternehmensjuwelen, die sie erwerben, behalten und nicht mehr dem freien Markt zurückgeben werden, merken wir nicht oder stört uns nicht. Wir unterstützen es vielmehr mit dem Argument, Schweizer Unternehmen würden ebenfalls ausländische Unternehmen erwerben – als ob es nicht so etwas wie das Prinzip der Reziprozität gäbe, welches gegenüber China nicht im Ansatz besteht.

V. Ein breiter gesellschaftspolitischer Diskurs ist notwendig

Aus all dem ergibt sich ein klares Postulat: Wir müssen in der Schweiz einen breiten gesellschaftspolitischen Diskurs führen über unser Bedürfnis nach und über den Sinn und Zweck von nachhaltigem Wirtschaften. Wir müssen einen Diskurs führen über den Zweck der Publikumsgesellschaft: Soll sie allen Stakeholdern verpflichtet sein oder nur den Aktionären? Es geht hier um die alte Frage nach dem Shareholder versus Stakeholder value-Prinzip, welche sich angesichts der aufgezeigten neuen Entwicklungen in einer bisher ungekannten Schärfe stellt. Wir müssen über unser Bild von den Aktionären der Publikumsgesellschaft reden: Sind sie die verantwortungsvollen Eigentümer des Unternehmens? Oder sind sie die Investoren, die mit ihm tun und lassen wie es ihnen beliebt? Welches ist die Rolle der Aktionäre in der modernen Publikumsgesellschaft? Gilt es zu differenzieren zwischen langfristig orientierten Aktionären und Kurzfristinvestoren? Macht es Sinn, den aktivistischen Aktionären das heutige weit gehende Instrumentarium in die Hände zu geben? Macht die für die Schweizer Wirtschaft unbestritten sehr wichtige Kapitalverkehrsfreiheit auch gegenüber jenen Ländern Sinn, die nicht nach dem in unserer Verfassung verankerten Prinzip der Wirtschaftsfreiheit funktionieren und unseren Unternehmen kein Gegenrecht gewähren?

Letztlich reduziert sich das grosse Thema auf eine einfache Gleichung: viele Rechte = viele Pflichten; wenige Pflichten = wenige Rechte. Es gilt zu wählen zwischen einer Corporate Governance, in welcher der Aktionär keine Pflichten und konsequenterweise auch eine beschränkte Rechtsstellung hat, und einer Corporate Governance, in welcher dem Aktionär Pflichten auferlegt werden als Gegenleistung für die ihm verliehene grössere Macht im Gefüge der Publikumsgesellschaft.

Das Parlament befasst sich gegenwärtig und in den nächsten Jahren mit einer umfassenden Revision des Aktienrechts. Neben den vielen, wichtigen technischen Detailfragen sollte es sich dabei auch mit diesen Grundsatzfragen und den sich aus ihrer Beantwortung ergebenden gesetzgeberischen Implikationen auseinandersetzen.