

Shareholder Value und Nachhaltigkeit: Zur obersten Leitungsmaxime des Vorstands

Günter Reiner*

ZVglRWiss 110 (2011) 443–475

I. Einleitung

Das Schlagwort vom Shareholder Value polarisiert bereits seit Längerem. Für *Heiner Geißler* ist es Inbegriff eines rücksichtslosen Kapitalismus amerikanischer Prägung, der „über soziale Leichen“ geht,¹ für *Edzard Reuter* – so wörtlich – „etwas Schlimmes“.² Demgegenüber verkörperte es – jedenfalls bis vor Kurzem – für Leute wie *Josef Ackermann* einen zeitgemäßen, an den Bedürfnissen der internationalen Kapitalmärkte orientierten Stil der Unternehmensführung, von dem alle Beteiligten profitieren.³ Die weltweite Finanzmarktkrise hat die damit zusammenhängende, ewige Debatte zur obersten Handlungsmaxime für die Leitung der Aktiengesellschaft („*Formalziel*“) neu

* Professor Dr. *Günter Reiner* ist Inhaber der Professur für Bürgerliches Recht, Handels-, Gesellschafts-, Wirtschaftsrecht und Steuerrecht an der Helmut-Schmidt-Universität Hamburg/Universität der Bundeswehr Hamburg und Richter am Hanseatischen Oberlandesgericht, Hamburg. Der Beitrag beruht auf dem Vortrag, den der Verfasser am 10. 9. 2011 anlässlich des Wissenschaftlichen Symposiums „Deutsches, Europäisches und Internationales Wirtschaftsrecht: Neue Herausforderungen“ zum 60. Geburtstag von Prof. Dr. Dr. h.c. *Werner F. Ebke*, LL.M. (UC Berkeley), in Heidelberg gehalten hat. Die Vortragsform des Beitrags wurde weitgehend beibehalten.

1 Publik-Forum, Heft vom 29. 1. 1999, zit. nach *Ottmar Schreiner*, Deutscher Bundestag, Plenarprotokoll 14/23 vom 26. 2. 1999, S. 1763.

2 Interview mit dem Deutschlandfunk vom 21. 7. 2004, http://www.dradio.de/dlf/sendungen/interview_dlf/287389/. Siehe auch *Kubner*, Unternehmensinteresse vs. Shareholder Value als Leitmaxime kapitalmarktorientierter Aktiengesellschaften, ZGR 2004, 244, 258 (m.w.N.), der dem Shareholder Value bescheinigt, „in den letzten beiden Jahrzehnten ‚zum gesellschaftspolitischen Kampfbegriff‘ ... arriert“ zu sein.

3 Vgl. noch den Geschäftsbericht 2010 der Deutschen Bank AG, S. 113, unter dem Stichwort „Kapitalmanagement“: „Unsere Treasury-Funktion managt das Kapital konzernweit sowie lokal ... Die Allokation von Finanzressourcen ... hat zum Ziel, profitable Geschäftsbereiche zu unterstützen, die den größtmöglichen positiven Effekt auf unsere Rentabilität und unseren Shareholder Value aufweisen...“ Siehe auch LG Düsseldorf, 22. 7. 2004 – XIV 5/03, NJW 2004, 3275 (Mannesmann), wo von dem „als führend angesehenen ‚shareholder value‘-Ansatz“ (unter II. 1. d.) und der „jedenfalls 1999/2000 vorherrschenden Maxime des ‚Shareholder Value‘“ (unter V. 2. a.bb.bbb.cccc.) die Rede ist; *Zöllner*, Unternehmenssinnenrecht: Gibt es das?, AG 2003, 2, 8: „Siegeszug des shareholder-value-Denkens“.

entfacht und dabei, zumindest in der öffentlichen Wahrnehmung, die Gewichte verschoben. Die Kapitalismuskritik füllt mittlerweile die Feuilletons der gesamten „Qualitätspresse“, links wie konservativ, allenthalben ist von den „entfesselten Finanzmärkten“ und von „Gier“ die Rede.

Das Gewinnstreben der Manager und die diesbezüglichen Anreizwirkungen der Vergütungssysteme waren auch für die *Gesetzgeber* der G20-Staaten Ansatzpunkte für Maßnahmen zur Krisenprävention.⁴ Während man sich dabei weltweit überwiegend auf den Finanzdienstleistungssektor beschränkte, ging Deutschland parallel zu einer entsprechenden Empfehlung der EU-Kommission⁵ einen Schritt weiter. Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorStAG) von 2009⁶ verlangt nunmehr für *alle* börsennotierten Aktiengesellschaften, dass die Vergütungsstruktur bei den Vorstandsmitgliedern „auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten“ ist (§ 87 Abs. 1 Satz 2 AktG).⁷ Zu beobachten waren außerdem gewisse Anpassungen des ebenfalls explizit an börsennotierte Gesellschaften gerichteten sog. Deut-

4 Siehe z.B. *Financial Stability Board* (FSB), FSB Principles for Sound Compensation Practices – Implementation Standards vom 25. 9. 2009, S. 1: „Compensation at significant financial institutions is one factor among many that contributed to the financial crisis that began in 2007“; ferner EU-Kommission, Empfehlung 2009/384/EG vom 30. 4. 2009 „zur Vergütungspolitik im Finanzdienstleistungssektor“, ABl. EU L 120 vom 15. 5. 2009, S. 22; national siehe § 25a KWG sowie die Instituts-Vergütungsverordnung (InstitutsVergV) vom 6. 10. 2010 (dort insbesondere § 5 Abs. 2 Nr. 3 und 5, Abs. 3 Nr. 1 und Nr. 3, Abs. 4: „nachhaltiger Erfolg“; „nachhaltige Wertentwicklung des Instituts“, nachhaltige „Erfolgsbeiträge“). Zu sektorspezifischen Vergütungsvorgaben siehe näher *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl. 2010, § 87 Rn. 5f.

5 Siehe EU-Kommission, Empfehlung zur Ergänzung der Empfehlungen 2004/913/EG und 2005/162/EG zur Regelung der Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften, KOM(2009) 3177 endg.; siehe auch *dies.*, Grünbuch „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“, KOM(2011) 164/3, S. 10, mit ausdrücklicher Bezugnahme auf die „Nachhaltigkeit“: „Schlechte Vergütungspolitik und/oder Anreizstrukturen“ könnten „eine ungerechtfertigte Verlagerung von Werten der Unternehmen und ihren Aktionären sowie anderen Akteure auf die Geschäftsführung zur Folge haben“ [schlechte Übersetzung vgl. englisch: „may lead to unjustified transfers of value from companies and their shareholders and other stakeholders to executives“]. Darüber hinaus könnte eine „Konzentration auf kurzfristige Leistungskriterien einen negativen Einfluss auf die langfristige Nachhaltigkeit des Unternehmens zeitigen“.

6 Gesetz vom 31. 7. 2009, BGBl. I, 2509, in Kraft seit 5. 8. 2009.

7 Siehe Fraktionsentwurf (CDU/CSU und SPD) zum VorStAG, BT-Drucks. 16/12278, S. 5: Die Finanzmarktkrise habe „deutlich gemacht, dass von kurzfristig ausgerichteten Vergütungsinstrumenten fehlerhafte Verhaltensanreize ausgehen“ könnten. „Wer in seinem Handeln auf die Erreichung solcher kurzfristigen Parameter ausgerichtet“ sei, werde „das nachhaltige Wachstum seines Unternehmens aus dem Blick verlieren“. Wer stichtagsbezogen Boni erhalte, „ohne an einer nachfolgenden Verschlechterung der Parameter beteiligt zu werden“, werde „zum Eingehen unverantwortlicher Risiken verleitet“.

schen Corporate Governance Kodex (fortan kurz: DCGK oder Kodex), wobei nachfolgend gar nicht von dem eigenständigen Bereich seiner „Empfehlungen“,⁸ sondern nur von seinen rechtsbeschreibenden Aussagen (unter Nr. 1 – Präambel – und Nr. 4.1.1) die Rede sein soll.

Tatsächlich bekennen sich immer mehr Unternehmen nicht mehr nur, wie schon seit einigen Jahren, zur „Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes“⁹ (vgl. Nr. 4.1.1 des DCGK a.F., unten III.2.a), sondern zum Ziel „nachhaltiger Wertschöpfung in eigener Verantwortung und im Unternehmensinteresse, also unter Berücksichtigung der Belange der Aktionäre, seiner Arbeitnehmer und der sonstigen dem Unternehmen verbundenen Gruppen“. Dieses Zitat etwa stammt aus der obligatorischen Erklärung zur Unternehmensführung nach § 289a HGB der Kabel Deutschland Holding AG für das Geschäftsjahr 2010/2011, die es wörtlich aus dem Kodex abgeschrieben hat.¹⁰ Der englische Begriff „Shareholder Value“ wird – anders als noch vor ein paar Jahren auf den Investor-Relations-Seiten der Unternehmen – kaum noch erwähnt.¹¹

Darüber hinaus ist in der Unternehmenspraxis – auch in Deutschland – unter dem Schlagwort der Corporate Social Responsibility („CSR“) eine Tendenz zu freiwilligen¹² ethischen und sozialen Standards mit Bekenntnissen zum Grundsatz der „Nachhaltigkeit“ feststellbar,¹³ die auch der Gesetzgeber

- 8 Zum Charakter dieser Empfehlungen siehe Hüffer, AktG, 9. Aufl. 2010, § 161, Rn. 3: „Geltungsanspruch mit Ausstiegsklausel“.
- 9 So z. B. noch die Erklärung zur Unternehmensführung der RWE AG vom Februar 2011: „Der Vorstand leitet das Unternehmen mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung in eigener Verantwortung“; ebenso etwa noch die aktuellen Erklärungen der RWE AG, der Celesio AG, der Medion AG und der Klöckner & Co SE.
- 10 Ebenso etwa die SURTECO SE; ähnlich, wenn auch etwas vorsichtiger, die Lanxess AG: „Die Einhaltung von Recht und Gesetz, soziale Verantwortung, nachhaltiger Umweltschutz sowie Produktions- und Produktsicherheit ist Teil unserer unternehmerischen Kultur... Er [der Vorstand] führt die Geschäfte mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung in eigener Verantwortung und im Unternehmensinteresse...“
- 11 Vgl. etwa die E.ON AG, bei der in der deutschen Fassung des Geschäftsberichts 2010 der Begriff „Shareholder Value“ vermieden und durch die weniger provozierende Formulierung „nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts“ (S. 25) ersetzt wird; anders die englische Fassung des Geschäftsberichts 2010 (dort ebenfalls S. 25: „sustainable growth in shareholder value“).
- 12 Nur im weiten Sinne einer fehlenden hoheitlichen Verpflichtung „freiwillig“ sind CSR-Standards, wenn sie mit privatrechtlichen Mitteln zur Voraussetzung einer Börsennotierung gemacht werden. Siehe etwa die NASDAQ-Börsenregelung, die alle dort notierten Unternehmen verpflichtet, einen Ethikkodex zu implementieren (berichtet nach Ringleb, in: Ringleb/Kremer/Lutter/von Werder, DCGK, 4. Aufl. 2010, Rn. 621, zu Nr. 4.1.3).
- 13 Siehe z. B. die Daimler AG (<http://www.daimler.com/nachhaltigkeit>): „Daimler war und ist ein langfristig ausgerichtetes Unternehmen – und wir wollen es bleiben. 2010 haben wir deshalb den Begriff der Nachhaltigkeit auch ‚offiziell‘ in unser stra-

im Rahmen der Unternehmenspublizität¹⁴ und – noch vorsichtig – darüber hinaus¹⁵ zur Kenntnis genommen hat.

Auf die ethische Diskussion um Shareholder Value und Nachhaltigkeit möchte ich nicht weiter eingehen. Mich interessiert im Folgenden eine nüchterne Rechtsfrage: Was ist eigentlich *mittlerweile* die oberste aktienrechtliche Leitungsmaxime des Vorstands und wie verhält sie sich zu den Grundsätzen des Shareholder Value und der Nachhaltigkeit? In den ersten beiden Teilen meiner Ausführungen werde ich kurz auf Shareholder Value (II.) und Nachhaltigkeit (III.) eingehen, im dritten und letzten Teil (IV.) werde ich dann den Handlungsrahmen des Vorstands vor dem Hintergrund dieser Grundsätze konkretisieren.

II. Beobachtungen zum Shareholder Value

1. Kennziffer und Verhaltensempfehlung

„Shareholder Value“ – zu Deutsch etwa „Wertschöpfung für die Anteilseigner“ – ist kein Begriff des Rechts, sondern der Wirtschaft. Er bezeichnet zunächst einmal eine betriebswirtschaftliche (finanzwirtschaftliche) Kennziffer einschließlich der Methode ihrer Ermittlung. Shareholder Value ist danach der

- tegisches Zielsystem aufgenommen. Damit unterstreichen wir noch einmal klipp und klar: Ökonomische, ökologische und soziale Verantwortung gehören zusammen. Nachhaltigkeit ist der rote Faden unseres unternehmerischen Handelns; ähnlich die Siemens AG (<http://www.siemens.de/ueberuns/nachhaltigkeit>): „Die drei Dimensionen nachhaltiger Entwicklung – Ökonomie, Ökologie und Soziales – bestimmen unser Handeln“. Als Anschauungsbeispiel für den mittlerweile erreichten Grad von Institutionalisierung der „Nachhaltigkeitsberichtserstattung“ siehe die Einrichtung des International Integrated Reporting Committee (IIRC, <http://www.theiirc.org/>), das ein Rahmenkonzept für eine integrierte Berichterstattung der Unternehmen über ihre unternehmerische Leistung einschließlich der damit verbundenen Umwelteffekte entwickeln soll, die den Unternehmen helfen soll, „nachhaltigere“ Entscheidungen („more sustainable decisions“) zu treffen.
- 14 Vgl. Art. 46a Abs. 1 lit. a der Bilanzrichtlinie 78/660/EWG i. d. F. der Abänderungsrichtlinie 2006/46/EG, zum zwingenden Inhalt der „Erklärung zur Unternehmensführung“ als Bestandteil des Lageberichts: „einen Verweis auf i) den Unternehmensführungskodex, dem die Gesellschaft unterliegt, und/oder ii) den Unternehmensführungskodex, den sie gegebenenfalls freiwillig anzuwenden beschlossen hat“; ähnlich § 289a Abs. 2 Nr. 2 HGB: „relevante Angaben zu Unternehmensführungspraktiken, die über die gesetzlichen Anforderungen hinaus angewandt werden“. Laut RegE BilMoG, BT-Drucks. 16/10067, S. 78, ist bei den angabepflichtigen Unternehmensführungspraktiken „an unternehmensweit gültig ethische Standards, Arbeits- und Sozialstandards usw.“ zu denken.
- 15 Siehe EU-Kommission, Grünbuch: Europäische Rahmenbedingungen für die soziale Verantwortung der Unternehmen, KOM (2001) 366 endg., vom 18. 7. 2001. Mit diesem Dokument will die Kommission „eine umfassende Debatte“ u. a. über die Frage in Gang setzen, „wie die EU die soziale Verantwortung der Unternehmen auf europäischer und auf internationaler Ebene fördern“ könnte (Tz. 7).

gegenwärtige Ertragswert eines Unternehmens bzw. Gesellschaftsvermögens unter Abzug des Marktwertes des Fremdkapitals und berechnet sich marktwertbezogen auf der Grundlage des geschätzten, abgezinsten Saldos sämtlicher zukünftiger betrieblicher, frei verfügbarer Zahlungsströme während des Prognosezeitraums¹⁶ zuzüglich des Residualwerts und des Marktwerts der handelsfähigen Wertpapiere.¹⁷ Die betrieblichen Zahlungsströme (Cash Flows) ergeben sich aus der Differenz zwischen den betrieblichen Ein- und Auszahlungen, die für jedes einzelne Jahr der Prognoseperiode über den Kapitalkostensatz bzw. über das gewichtete Mittel von Fremd- und Eigenkapitalkosten auf die Gegenwart abgezinst werden.¹⁸ Sie errechnen sich aus dem geschätzten Umsatz abzüglich des Betriebsaufwands inklusive der Steuern, vermehrt um die Abschreibungen und vermindert um die Zusatzinvestitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen.¹⁹ Insofern gibt es *rechtlich* nichts zu sagen.

In einem erweiterten Sinn bezeichnet Shareholder Value neben dem Unternehmenswert eine betriebswirtschaftliche Verhaltensempfehlung an die Geschäftsleitung zur ertragswertorientierten Unternehmensführung.²⁰ Die zuständigen Gesellschaftsorgane sollten danach bestrebt sein, den Ertragswert des Unternehmens, also die Kennziffer des Shareholder Value, so weit wie möglich zu steigern (Konzept der wertorientierten bzw. kapitalmarktorientierten Unternehmensführung, sog. Value-Based Management). Die zeitliche Perspektive ist dabei entgegen einer in der Öffentlichkeit verbreiteten Vorstellung durchaus langfristig.

2. Steigerung des Unternehmenswerts

Das Shareholder-Value-Konzept ist auf die *ständige* Steigerung des Unternehmenswertes gerichtet, denn es ist auf den Blickwinkel des Anleger-Aktionärs fixiert, der jederzeit Anteile erwerben und wieder veräußern kann. Da die

16 Hierzu Mülbert, Shareholder Value aus rechtlicher Sicht, ZGR 1997, 129, 139: Die Planungsperioden für den künftigen Cash-Flow beschränkten sich „regelmäßig auf relativ kurze Zeiträume bis etwa fünf Jahre“.

17 Vgl. etwa Rappaport, Shareholder Value, 2. Aufl. 1999, S. 39 f. (Shareholder Value = Unternehmenswert – Fremdkapital). Siehe auch Mülbert (Fn. 16), ZGR 1997, 129, 130: Aus Sicht der Betriebswirtschaftslehre handele „es sich bei diesem Ansatz um Verfahren der dynamischen Investitionsrechnung, deren Besonderheit in ihrer Verbindung mit der modernen Kapitalmarkttheorie“ liege.

18 Rappaport (Fn. 17), S. 40.

19 Näheres hierzu bei Rappaport (Fn. 17), S. 40 ff. Zu den ökonomischen Grundlagen des Shareholder Value speziell aus dem Schrifttum für Juristen siehe z. B. auch Schilling, Shareholder Value und Aktiengesetz, BB 1997, 373 f.; Mülbert (Fn. 16), ZGR 1997, 129, 131–137; Busse von Colbe, Was ist und was bedeutet Shareholder Value aus betriebswirtschaftlicher Sicht?, ZGR 1997, 271; Kubner (Fn. 2), ZGR 2004, 244, 258–267.

20 Z. B. Riegler, Hierarchische Anreizsysteme im wertorientierten Management, 2000, S. 9 f.

zukünftigen Erträge schon in den gegenwärtigen Unternehmenswert eingepreist sind, lässt sich eine Steigerung dieses Werts – jedenfalls bei gleichbleibenden Kapitalmarktbedingungen – nur erreichen, wenn die Erwartungen bezüglich der zukünftigen (ausgeschütteten oder thesaurierten) Erträge immer weiter zu- oder aber wenn die Erträge alternativer (risikoloser) Anlagen abnehmen.

Für die Unternehmensbewertung bleiben, sofern die exakten Rechenmethoden der Investitionstheorie gewählt werden, „weiche“ Faktoren wie Reputation, Stabilität der Vertragsbeziehungen und Motivation von Arbeitnehmern unberücksichtigt, obwohl sie unstreitig Einfluss auf den Marktwert des Unternehmens haben. Daher rührt auch der negative Ruf des Shareholder-Value-Konzepts bei allen, die um die soziale Verantwortung der Unternehmen besorgt sind. Berücksichtigt man die weichen Faktoren im Rahmen des Shareholder Value, so verliert das Konzept indessen den Charme seiner rechnerischen Exaktheit und Nachvollziehbarkeit. Mittlerweile gibt es aber Shareholder-Value-Modelle, die versuchen, die weichen Faktoren zu quantifizieren.

3. Konkrete Handlungsempfehlungen

Nun noch beispielhaft zu konkreten Handlungsanweisungen, die auf das Shareholder-Value-Konzept zurückgeführt werden:

Der Shareholder-Value-Ansatz unterstellt die Leitfigur des diversifizierten Kapitalmarktanlegers.²¹ Für diesen besteht grundsätzlich kein Interesse an einer zusätzlichen Risikodiversifizierung auf der Ebene der Gesellschaft. Die Folge ist eine Konzentration der Gesellschaft auf Kernkompetenzen; damit verbunden ist die Desinvestition unrentabler Bereiche und die Ausschüttung des Erlöses an die Anteilseigner.²²

Die Geschäftsleitung betrachtet den Börsenwert notierter Gesellschaften regelmäßig als Indikator des – zu steigernden – Unternehmenswerts. Der Aktienkurs entspricht dem Shareholder Value allerdings nicht notwendigerweise. Zwar spiegelt er bei einem funktionierenden Kapitalmarkt ebenso wie der Shareholder Value den Ertragswert und die Zukunftschancen des Unternehmens wider;²³ die Bewertung erfolgt aber nicht aus der (privilegierten) Innensicht der Gesellschaft und ihrer Leitung, sondern stellt sich als Durchschnitt der externen Einschätzungen der Kapitalmarktteilnehmer dar, denen überdies die unterschiedlichsten Berechnungsmethoden und Risikopräferenzen zu-

21 Mülbert (Fn. 16), ZGR 1997, 129, 137: „Pointiert formuliert“ legen „die Handlungsempfehlungen des Shareholder Value-Ansatzes den Aktionärstypus eines auf portfoliotheoretischer Basis agierenden, optimal risikodiversifizierten individuellen Investors zugrunde“.

22 Hierzu auch Mülbert (Fn. 16), ZGR 1997, 129, 159 f.

23 Vgl. Mülbert, Marktwertmaximierung als Unternehmensziel der Aktiengesellschaft, in: FS für Volker Röhrich, 2005, S. 421, 428: Der Börsenwert „bei normalen Kapitalmarktverhältnissen“ stelle „die beste Vermutung über den richtigen Unternehmenswert“ dar.

grunde liegen können.²⁴ Nach einer radikalen Spielart des Shareholder-Value-Ansatzes, die auf eine Steigerung der individuellen Aktionärsrendite abzielt, ist der Aktienkurs sogar Selbstzweck. Dies führt dann – in Abweichung von den theoretischen Grundlagen des Shareholder Value – zu einer kurzfristigen Unternehmenspolitik.

Die finanzwirtschaftlichen Verhaltensempfehlungen sind notwendigerweise, sollen sie praxistauglich sein, nur vorläufiger Natur und stehen unter dem Vorbehalt einer rechtlichen, insbesondere einer aktienrechtlichen Betrachtung unter Berücksichtigung der gesellschaftsrechtlichen Kompetenzverteilung.

III. Beobachtungen zur Nachhaltigkeit

Nachhaltigkeit ist in aller Munde. Die Bundeskanzlerin sagt: „Nachhaltigkeit ist Leitprinzip unserer Politik“,²⁵ und die Metro AG, um aus dem Bereich der Unternehmen nochmals (siehe auch oben Fn. 13) ein besonders eindrucksvolles Beispiel zu wählen, schaltete am 15. 7. 2011 jeweils eine ganze Beilage in den großen deutschen Tages- und Wirtschaftszeitungen mit dem Aufmacher „Nachhaltigkeit ist bei uns oberstes Gebot“, um auf ihr Engagement für Umwelt und soziale Standards aufmerksam zu machen. Für die aktienrechtliche Betrachtung schlage ich vor, zwei Arten von Nachhaltigkeit zu unterscheiden: das allgemeine Nachhaltigkeitskonzept, das man aus Sicht der Aktiengesellschaft als „externe Nachhaltigkeit“ bezeichnen könnte; und die „interne“ Nachhaltigkeit, die sich auf die Aktiengesellschaft selbst bezieht.

1. Allgemeines Nachhaltigkeitskonzept

Das allgemeine Nachhaltigkeitskonzept, auf das sich wohl auch die beiden einleitenden Zitate beziehen, ist „originär betriebswirtschaftlich begründet“; es war „auf die Optimierung der langfristigen ökonomischen Nutzung von Forstbeständen durch Beachtung natürlicher Regenerationsprozesse“ gerich-

24 Zu den Grenzen des Aktienkurses siehe z. B. LG Düsseldorf, 22. 7. 2004 – XIV 5/03, NJW 2004, 3275 (unter V.2.a.bb.bbb.cccc): Der Aktienkurs (hier als Bezugsgröße für die gewährte Anerkennungsprämie) und damit verbunden die Börsenkaptalisierung bestimme „den Wert eines Unternehmens *jedenfalls mit*“. Gleichwohl könne der Aktienkurs „auf legale und illegale Weise in vielfacher Art manipuliert werden“ und drücke „nur eine Marktbewertung aus, die mit der Lage der Gesellschaft nicht identisch sein“ müsse [Hervorhebung hinzugefügt]. Ähnlich zuvor etwa LG Köln, 16. 12. 1992 – 91 O 204/88, DB 1993, 217 (DAT/Altana): Börsenkurse würden „nicht von dem Wert eines Unternehmens bestimmt, sondern von den Marktgesetzen von Angebot und Nachfrage“. Diese würden „von einer Reihe unternehmensfremder Einflüsse bestimmt bis hin zu politischen und wirtschaftspolitischen Einflüssen“.

25 Regierung Online, „Merkel: Nachhaltigkeit ist Leitprinzip unserer Politik“, Beitrag vom 27. 11. 2007, <http://www.bundesregierung.de>, Abruf vom 27. 10. 2011.

tet.²⁶ In dem Bericht „Our common future“ der „World Commission for Environment and Development“ („Brundtland Commission“) von 1987²⁷ wird die nachhaltige („dauerhafte“) Entwicklung – „Sustainable Development“ – dann über den ökonomischen Kontext hinaus zu einem allgemeinen Entwicklungskonzept mit wachsender Integration sozialer und ethischer Aspekte transformiert. Nicht zuletzt geht es dabei um den Aspekt der Generationengerechtigkeit.²⁸ Nachhaltigkeit versteht sich in diesem Sinne als normatives Leitbild,²⁹ zu dem sich seit der Finanzmarktkrise nicht zuletzt die G20-Länder ausdrücklich bekennen.³⁰

2. Nachhaltigkeitsbegriff im Aktienrecht

a) Deutscher Corporate Governance Kodex a. F.

Bereits seit 2002, also von Anfang an, befindet sich das Wort „nachhaltig“ zwar nicht im Aktiengesetz, aber im DCGK. In dessen ursprünglicher, bis 2009 bestehender Fassung (Art. 4.1.1 a. F.) hieß es wörtlich: „Der Vorstand ... ist ... der Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes verpflichtet“. Dementsprechend bekannten sich – wie gesehen (oben I.) – auch die Unternehmen früher regelmäßig zur „Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes“. Gemäß dem Sprachgebrauch des Kodex war der zitierte Satz keine mit einem faktischen Geltungsanspruch versehene, von der „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex“ (Kodex-Kommission) ausgedachte Empfehlung oder Anregung, sondern verstand sich als bloße Interpretation dessen, was aus Sicht der Kommission bereits gesetzlich geboten war (sog. „Muss-Vorschrift“).³¹

26 Langer, Unternehmen und Nachhaltigkeit, 2011, S. 9 m. w. N.

27 In Deutsch bei Hauff (Hrsg.), Unsere gemeinsame Zukunft. Der Brundtland-Bericht der Weltkommission für Umwelt und Entwicklung, 1987.

28 Langer (Fn. 26), S. 9 f., m. w. N. Vgl. z. B. auch IDW, Grundsätze ordnungsmäßiger Prüfung oder prüferischer Durchsicht von Berichten im Bereich der Nachhaltigkeit (IDW PS 821 vom 18. 5. 2006), WPg 2006, 854, 855, Tz. 1 (unter Berufung auf den Bericht der Brundtland-Kommission): Unter einer „nachhaltigen Entwicklung“ werde eine Entwicklung verstanden, die „den Bedürfnissen der heutigen Generation“ entspreche, „ohne die Möglichkeiten künftiger Generationen zu gefährden, ihre eigenen Bedürfnisse zu befriedigen und ihren Lebensstil zu wählen“.

29 Langer (Fn. 26), S. 10 f.

30 Siehe z. B. das jüngste Communiqué der G20-Finanzminister und Zentralbankgouverneure vom 14./15. 10. 2011 (Paris), unter 2. (http://www.g20.org/pub_communique.aspx): „This action plan will encompass a set of measures to address immediate vulnerabilities and strengthen the foundations for a strong, sustainable and balanced growth ...“.

31 Zum Charakter der rechtsbeschreibenden „Muss-Vorschriften“ z. B. von Werder, in: Ringleb/Kremer/Lutter/von Werder, DCGK (Fn. 12), Präambel Rn. 119.

Ob dieses Gesetzesverständnis, das in Nr. 4.2.3 Satz 1 und 2 des Kodex durch die (inzwischen terminologisch an die geänderte Nr. 4.1.1 angepasste³²) Empfehlung unterstützt wurde, in die Vorstandsvergütung variable Anteile aufzunehmen, die auch Komponenten mit „langfristiger Anreizwirkung“ haben sollten, zutrifft (und noch zutrifft), werden wir noch sehen (unten IV.). Jedenfalls bedeutet „nachhaltig“ im Ausdruck „Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes“ kaum mehr als „dauerhaft“, „langfristig“, ist also nicht im komplexen Sinne des allgemeinen Nachhaltigkeitskonzepts zu verstehen.^{32a} Eher schon steht es im Zeichen des wohlverstandenen Shareholder-Value-Gedankens.³³

b) Aktiengesetz

In das AktG ist der Begriff der *Nachhaltigkeit* erst 2009 in Zusammenhang mit der Reform des Vorstandsvergütungsrechts gelangt. Wie eingangs (I.) erwähnt, ist nach § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG die Vergütungsstruktur bei börsennotierten Gesellschaften mittlerweile „auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung“ auszurichten. Definiert hat der Gesetzgeber den Begriff der Nachhaltigkeit nicht; im nachfolgenden Satz hat er ihn lediglich, speziell für variable Vergütungsbestandteile, im Sinne einer mehrjährigen Betrachtungsweise konkretisiert. Dem Ausdruck „nachhaltige Unternehmensentwicklung“ lässt sich, anders wohl als beim „nachhaltigen Unternehmenswert“, nicht eindeutig entnehmen, ob es um die Dauerhaftigkeit der Gesellschaft oder diejenige des von der Gesellschaft betriebenen Unternehmens geht. Soweit das Aktiengesetz den Begriff „Unternehmen“ bisher zur Bezeichnung des Unternehmensträgers verwendet, tut es dies zwar ausschließlich in den Fällen, wo es Unternehmensträger unterschiedlicher Rechtsform unter einen gemeinsamen Begriff zusammenfassen möchte (z. B. §§ 15 ff., 54 Abs. 3 Satz 1, 70 Satz 1 AktG), was im vorliegenden Kontext nicht passen würde. Sollte hier dennoch die Gesellschaft als Unternehmensträger gemeint sein, könnte dies auch damit zusammenhängen, dass börsennotierte Gesellschaften in aller Regel *Unternehmen* betreiben, der Aufgabenbereich der Geschäftsleitung im Wesentlichen in

32 Vgl. Nr. 4.2.3 Abs. 2 S. 1 und 2 des Kodex n.F.: „Die Vergütungsstruktur ist auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten. Die monetären Vergütungsteile sollen fixe und variable Bestandteile umfassen.“

32a Vgl. EU-Kommission, Grünbuch, Europäischer Corporate Governance-Rahmen, S. 10 (Fn. 5): Der Ausdruck „langfristige Nachhaltigkeit des Unternehmens“ heißt in der französischen Fassung „viabilité à long terme de la société“, was jeden Zweifel an der Bedeutung des deutschen Textes ausräumt.

33 Anders aber *Ringleb*, in: *Ringleb/Kremer/Lutter/von Werder*, DCGK, 3. Aufl. 2008, § 4 Rn. 608 (zu Nr. 4.1.1 a. F.): Der Kodex stelle auf die Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes ab und erteile „somit inzident dem Fetisch eines sich in kurzfristigen Aktienschlägen manifestierenden Shareholder-Value-Ansatzes eine Absage“. Sich anschließend etwa *Spindler*, in: Münchener Kommentar zum AktG, 2008, § 76 Rn. 77.

der Leitung dieser Unternehmen besteht und das Schicksal der Gesellschaften sehr eng mit dem Schicksal der Unternehmen verknüpft ist.

In den Gesetzesmaterialien findet sich gleichermaßen keine Begriffsbestimmung der Nachhaltigkeit, aber immerhin die Aussage, Ziel des Gesetzes sei es, die Anreize in der Vergütungsstruktur für Vorstandsmitglieder „in Richtung einer nachhaltigen und auf Langfristigkeit ausgerichteten Unternehmensführung zu stärken“.³⁴ Die bisherige, an „kurzfristige Parameter“ („Börsenkurs, Auftragsvolumen etc. zu einem bestimmten Stichtag“) gekoppelte Praxis variabler Vergütungsbestandteile war aus Sicht des Gesetzgebers mitursächlich für die Finanzmarktkrise.³⁵ Die Bestimmung längerfristiger Erfolgsziele soll bewirken, dass der Vorstand nicht nur von kurzfristigen Erfolgen profitiert, sondern auch an einer „nachfolgenden Verschlechterung der Parameter“ teilnimmt. Damit soll er vom Eingehen „unverantwortlicher Risiken“ abgehalten werden.³⁶

Bedenkt man die Folgen der Finanzmarkt- und anschließenden Wirtschaftskrise, die den Gesetzgeber zum Handeln gebracht haben, liegt der *Bestands-, d. h. Insolvenzschutz der Gesellschaften* vor ihren Geschäftsleitern im Fokus der Regelung, nicht die Sozial- oder Umweltverträglichkeit des von der Gesellschaft betriebenen Unternehmens unter Einbeziehung zukünftiger Generationen.³⁷ Demnach ist Nachhaltigkeit hier, wie schon im DCGK a. F., nicht im Sinne des umfassenden Nachhaltigkeitskonzepts, sondern im gesellschaftsbezogenen Sinne zu verstehen. Aus Sicht der Gesellschaft könnte man dieses Nachhaltigkeitsverständnis im Vergleich zum allgemeinen, mensch-

34 Siehe Begr. Fraktionsentwurf (CDU/CSU und SPD) zum VorStAG (hierzu schon oben Fn. 7), BT-Drs. 16/12278, 1.

35 Begr. Fraktionsentwurf VorStAG, BT-Drucks. 16/12278, S. 1: Es sei „eine der Lehren der Finanzmarktkrise, dass von kurzfristig ausgerichteten Vergütungsinstrumenten fehlerhafte Verhaltensanreize ausgehen“ könnten; ähnlich a. a. O., S. 5.

36 Fraktionsentwurf VorStAG, BT-Drucks. 16/12278, S. 1 und 5. Zur Umsetzung der Neuregelung in der Praxis siehe auch *Daumer-Lieb/von Preen/Simon*, Das VorStAG – Ein Schritt auf dem Weg zum Board-System? Thesen zu einem aktienrechtskonformen Verständnis des VorStAG, DB 2010, 377, 379: Mit der „Hinwendung zur ‚Nachhaltigkeit‘“ gewinnen „Leistungs- und Nachhaltigkeitsparameter“ wie „individuelle und/oder kollektive Managementleistungen, Integrationserfolge, Fortschritte bei der Führungskultur, Fortschritte bei der Unternehmensentwicklung, wie auch Parameter aus den Bereichen F&E, Corporate-Social-Responsibility, Innovation, Schadstoffausstoß, Energieeffizienz, Kundenbindung, Mitarbeiterzufriedenheit, durchschnittliches Lohnniveau sowie mit zunehmender Bedeutung die Erfüllung von Compliance-Vorgaben“ bei der Bemessung variabler Vergütungsbestandteile „deutlich an Bedeutung“.

37 So z. B. auch *Seibert*, Das VorStAG – Regelungen zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung und zum Aufsichtsrat, WM 2009, 1489, 1490: Der Begriff der Nachhaltigkeit sei „schillernd“ und habe im Kontext des § 87 Abs. 1 AktG „nichts mit nachwachsenden Rohstoffen zu tun“, sondern mit dem „langfristigen Erhalt eines Unternehmens“; *Fleischer*, in: *Spindler/Stilz*, AktG (Fn. 4), § 87 Rn. 27: Eine „ökologische Neuausrichtung der Unternehmensführung“ sei hier nicht gemeint.

heitsbezogenen und insoweit „externen“ (oben vor 1.) auch als „internes“ Nachhaltigkeitsverständnis bezeichnen.

Soweit das Schrifttum die Nachhaltigkeit des § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG mit „Erfüllung und Umsetzung der Unternehmensstrategie“,³⁸ „gesundem Wachstum“, „auskömmlichen Erträgen“, „Vermeidung existenzgefährdender Risiken“, „Eigenkapitalvorsorge für schlechtere Zeiten“ und selbst der „Beachtung der verschiedenen Interessen der Stakeholder“, die dabei als „für den langfristigen Erfolg unerlässlich“ betrachtet wird (hierzu unten IV.2.a),³⁹ in Verbindung bringt, dürfte es der gleichen Ansicht sein.

c) Deutscher Corporate Governance Kodex n. F.

Die Kodex-Kommission scheint dies freilich anders zu sehen: Sie hat die Gesetzgebungsarbeiten am VorStAG zum Anlass genommen, den gerade zitierten Abschnitt Nr. 4.1.1 mit der Verpflichtung des Vorstands zur Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswerts“ (oben 2.a)) wie folgt umzuformulieren:

„4.1.1 Der Vorstand leitet das Unternehmen mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung in eigener Verantwortung und im Unternehmensinteresse, also unter Berücksichtigung der Belange der Aktionäre, seiner Arbeitnehmer und der sonstigen dem Unternehmen verbundenen Gruppen (Stakeholder).“⁴⁰

Mit der letzten Änderung des Kodex vom 26. 5. 2010 wurde die Formulierung noch etwas umgestellt. Sie lautet jetzt

„4.1.1 Der Vorstand leitet das Unternehmen in eigener Verantwortung im Unternehmensinteresse, also unter Berücksichtigung der Belange der Aktionäre, seiner Arbeitnehmer und der sonstigen dem Unternehmen verbundenen Gruppen (Stakeholder) mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung“,

so dass die Nachhaltigkeit explizit Teil des „Unternehmensinteresses“ geworden ist. Hier finden sich deutliche Anklänge an das allgemeine Nachhaltigkeitskonzept. Vor diesem Hintergrund erscheint möglicherweise auch Abs. 2 der Präambel (Nr. 1) in einem neuen Licht, wo es bereits seit der Fassung vom 18. 6. 2009 heißt:

38 Dauner-Lieb/von Preen/Simon (Fn. 36), DB 2010, 377, 378, die daraus die kompetenzrechtliche Frage ableiten, wie konkret der Aufsichtsrat im Rahmen der Vergütungsregeln diese Strategie überhaupt bestimmen darf. Die Zuständigkeiten und unternehmerischen Verantwortlichkeiten „im Kompetenzdreieck“ zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung „verschwommen“, damit erweise sich das VorStAG als „Sprengsatz für das AktG“ (a. a. O., S. 381). Dem ist zu entgegen, dass im Rahmen der §§ 193 Abs. 2 Nr. 4, 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG für den Sonderfall der Gewährung von Aktienoptionen schon nach bisherigem Recht ähnliche Kompetenzprobleme auftreten konnten.

39 Z. B. Kocher/Badnarz, Mehrjährigkeit der variablen Vorstandsvergütung im Lichte der Nachhaltigkeit nach dem VorStAG, Der Konzern 2011, 77, 78.

40 Hervorhebungen vom Verf. Siehe auch Nr. 4.2.3, Abs. 2 Satz 1 DCGK i. d. F. seit 18. 6. 2009: „Die Vergütungsstruktur ist auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten“ (Fn. 32).

„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 (Unternehmensinteresse)“ [Hervorhebung hinzugefügt].

Nun werde ich der Frage nachgehen, ob der Kodex hier richtig liegt.

IV. Aktienrechtlicher Handlungsrahmen des Vorstands

1. Standard des ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters

Der erste Befund lautet: Ein ausdrücklicher Hinweis auf den Shareholder-Value-Ansatz ist im Aktiengesetz nicht zu finden – weder positiv noch negativ. Das Gesetz enthält aber für das, was der Vorstand darf oder muss, eine Reihe von Detailvorschriften – Führen der Handelsbücher, Vorbereitung und Ausführung von Hauptversammlungsbeschlüssen, Berichterstattung an den Aufsichtsrat usw. – sowie zwei Generalklauseln (§ 76 AktG und § 93 AktG). Nach § 76 Abs. 1 AktG hat der Vorstand „unter eigener Verantwortung die Gesellschaft zu leiten“. Dabei steht ihm ein weiter, aber nicht grenzenloser Handlungsspielraum zu. Vielmehr haben die Vorstandsmitglieder nach § 93 Abs. 1 AktG „bei ihrer Geschäftsführung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden“. Nach herrschender Meinung begründet diese Vorschrift neben dem Verschuldensmaßstab auch objektive Verhaltenspflichten der Unternehmensleitung.⁴¹ Was aber zeichnet einen ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiter im Rechtssinne aus?

Der Versuch, diese Frage durch eine unmittelbare Verweisung auf betriebswirtschaftliche Standards – etwa irgendwelche „Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensführung“ – zu beantworten, würde zu einem Zirkel führen, solange nicht feststeht, dass die ihnen zugrunde liegenden betriebswirtschaftlichen Zielvorgaben mit dem aktienrechtlichen Ziel der Geschäftsleitung übereinstimmen.⁴² Eine rechtliche Konkretisierung tut daher Not.

2. Induktive Konkretisierung („Unternehmensinteresse“)

Beim gängigen, auf die Rechtsfigur des Gesellschaftsinteresses gestützten, induktiven Konkretisierungsansatz geht es im Wesentlichen um das bekannte Begriffspaar Shareholder-Orientierung/Stakeholder-Orientierung.

41 Zum Doppelcharakter des § 93 Abs. 1 S. 1 AktG z. B. Hüffer, AktG, § 93 Rn. 3 a („ganz h. M.“); Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG (Fn. 4), § 93 Rn. 205.

42 Vgl. auch Lobse, Unternehmerisches Ermessen, 2005, S. 272 ff., die eine „zögerliche Rezeption von Grundsätzen ordnungsgemäßer Unternehmensführung“ in der Rechtswissenschaft feststellt.

a) Gängiger Argumentationsansatz

Rechtsprechung⁴³ und Schrifttum⁴⁴ bringen den Standard des ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters schon seit Langem mit dem sog. *Gesellschaftsinteresse* in Verbindung. Bei unternehmerisch tätigen Gesellschaften trifft man auch häufig auf den Begriff *Unternehmensinteresse*, wobei speziell in dieser Wortwahl ein besonderes, überindividuelles Verständnis des Gesellschaftsinteresses zum Ausdruck kommen kann – dazu gleich unten S. 457f. –, aber nicht muss.⁴⁵ In der bekannten „ARAG/Garmenbeck“-Entscheidung des BGH aus dem Jahre 1997 etwa heißt es, eine Schadensersatzpflicht des Vorstandes könne in Betracht kommen, wenn „die Grenzen, in denen sich ein von Verantwortungsbewusstsein getragenes, ausschließlich am *Unternehmenswohl* orientiertes, auf sorgfältiger Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen beruhendes unternehmerisches Handeln bewegen muss, deutlich überschritten“ seien.⁴⁶

Im „Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)“ vom 22. 9. 2005⁴⁷ hat der *Aktiengesetzgeber* diese Rechtsprechung sinngemäß aufgegriffen und dabei die Pflichtbindung des

43 Z. B. BGH, 18. 3. 2002 – II ZR 369/00, WM 2002, 966 (unter 3.), zur Kapitalerhöhung bei der GmbH: Nach Abschluss des Vorgangs der Mittelaufbringung sei das geschäftsführende Organ „berechtigt und verpflichtet, im Rahmen seiner unternehmerischen Entscheidungsfreiheit *im Interesse der Gesellschaft* über das eingebrachte Vermögen zu verfügen“; BGH, 8. 5. 1995 – NotZ 28/94, DNotZ 1996, 219, ebenfalls zu einem GmbH-Geschäftsführer: „angesichts der aus seiner Organstellung erwachsenen Pflicht, die *Gesellschaftsinteressen* zu wahren und zu fördern“ [Hervorhebungen vom Verf.].

44 Ausdrücklich z. B. *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, Bd. I, 1980, S. 547: „nach § 93 AktG bestehende Bindung des Vorstands an das Gesellschaftsinteresse“; wie viele andere die Bindung an das „Gesellschaftsinteresse“ implizit und ganz selbstverständlich voraussetzend, aber nicht weiter erklärend z. B. *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG (Fn. 4), § 93 Rn. 25, speziell „zu Verstößen gegen die „Geschäftsmoral“: Ein solches Verhalten könne „zu Ansehensverlusten bei Geschäftspartnern oder der breiten Öffentlichkeit (Bild des ‚good corporate citizen‘) führen“ und werde „daher nur selten im Gesellschaftsinteresse liegen“.

45 Z. B. BGH, 5. 6. 1975 – II ZR 156/73, BGHZ 64, 325 (unter 1.): Das entscheidende Merkmal für die Beurteilung der Schweigepflicht nach § 93 Abs. 1 S. 2 AktG a. F. (= § 93 Abs. 1 S. 3 AktG n. F.) sei „ein objektives, nämlich das Bedürfnis der Geheimhaltung im Interesse des Unternehmens“.

46 BGH, 21. 4. 1997 – II ZR 175/95, BGHZ 135, 244 (ARAG/Garmenbeck) (unter II. 2. b.aa.) (Hervorhebung vom Verf.); siehe z. B. auch BGH, 6. 12. 2001 – I StR 215/01, BGHSt 47, 18 (unter B.IV. 1. c.cc.), zu der *gesellschaftsrechtlichen* Beurteilung von Spenden eines Unternehmens zugunsten eines Sportvereins als Vorfrage im Rahmen des § 266 StGB: „Die Abgrenzung, inwieweit im Einzelfall *Unternehmensinteressen* verfolgt oder ob mit dem Geld der Gesellschaft ausschließlich Privatbelange gefördert“ würden, obliege „grundsätzlich der Beurteilung des Vorstands“.

47 BGBl. I, 2802, in Kraft seit dem 1. 11. 2005.

Vorstands im Rahmen seines unternehmerischen Ermessensspielraums auf den Standard des ordentlichen Geschäftsleiters in § 93 Abs. 1 AktG u. a. um eine ausdrückliche Bezugnahme auf das „Wohl der Gesellschaft“ ergänzt: Nach § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG i. d. F. des UMAG liegt eine Pflichtverletzung bei einer unternehmerischen Entscheidung nicht vor, wenn das Vorstandsmitglied „vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.“ Die Bezeichnung „Wohl der Gesellschaft“ ist Synonym für das „Gesellschaftsinteresse“ und wird zugleich bei den Voraussetzungen für das ebenfalls 2005 eingeführte „Klagezulassungsverfahren“ verwendet (§ 148 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 AktG: „Gesellschaftswohl“). In einem anderen, nicht unmittelbar mit der Geschäftsführung verbundenen Zusammenhang kennt das AktG das „Wohl der Gesellschaft“ schon lange, nämlich bei den §§ 111 Abs. 3 Satz 1, 121 Abs. 1 AktG in Zusammenhang mit der Verpflichtung von Vorstand und Aufsichtsrat, die (außerordentliche) Hauptversammlung einzuberufen. Im negativen Sinne kommt der Gedanke des Gesellschaftsinteresses als Verhaltensmaßstab zudem in § 71 Nr. 1 AktG zum Ausdruck. Der Erwerb eigener Aktien ist danach möglich, um „Schaden von der Gesellschaft“ abzuwenden. Und in § 3 Abs. 3 WpÜG ist die Bindung des Vorstands (und des Aufsichtsrats) an das „Gesellschaftsinteresse“ für den Sonderfall einer Übernahmesituation, also ebenfalls außerhalb seiner eigentlichen Geschäftsleitungsaufgaben, bereits seit 2001 gesetzlich festgelegt („Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft müssen im Interesse der Zielgesellschaft handeln“).

Auch nach der (rechtsbeschreibenden) Formulierung des *Kodex* ist der Vorstand, in den Worten der ursprünglichen Formel von 2002, umfassend „an das Unternehmensinteresse gebunden“ (Nr. 4.1.1 a. F.⁴⁸) und seit der Neufassung von 2009 „leitet [er] das Unternehmen ... im Unternehmensinteresse“ (Nr. 4.1.1 n. F., oben III. 2. c). Nach der insofern eigenen Terminologie des *Kodex* soll der Begriff „Unternehmen“ nicht nur die Gesellschaft selbst, sondern auch „ihre“ Konzernunternehmen betreffen (Nr. 1 des *Kodex*),⁴⁹ so dass das Interesse des „Unternehmens“ im Gegensatz zu demjenigen der Gesellschaft die Interessen der Tochtergesellschaften einschließt. Spätestens seit der Fassung des *Kodex* vom 18. 6. 2009, in der erstmals der Sozialstaatsgedanke auf-

48 Siehe auch Nr. 4. 3. 3 Satz 1 a. F. und n. F. (bis heute): „Die Vorstandsmitglieder sind dem Unternehmensinteresse verpflichtet“; ferner Nr. 3.1 a. F. und n. F. (bis heute): „Vorstand und Aufsichtsrat arbeiten zum Wohle des Unternehmens eng zusammen“.

49 Nr. 1 (Präambel) des *Kodex* enthält seit seiner ursprünglichen Fassung von 2002 bis zur aktuellen Fassung vom 26. 5. 2010 (jetzt Abs. 9) jeweils folgenden Absatz: „In Regelungen des *Kodex*, die nicht nur die Gesellschaft selbst, sondern auch ihre Konzernunternehmen betreffen, wird der Begriff ‚Unternehmen‘ statt ‚Gesellschaft‘ verwendet“.

taucht,⁵⁰ versteht sich das *Unternehmensinteresse* dort allerdings in einem noch weiteren, über die Grenzen der Gesellschaft einschließlich ihrer Beteiligungen an anderen Gesellschaften hinausgehenden Sinn. Dazu gleich noch.

Was also ist das Gesellschaftsinteresse (auch: „Eigeninteresse“ der Aktiengesellschaft), Unternehmensinteresse, Wohl der Gesellschaft nun genau?⁵¹ Für dessen Konkretisierung scheint man sich an den realen Interessen bestimmter, mit der Gesellschaft in Verbindung stehender Personen zu orientieren, weshalb ich den nachfolgenden Ansatz „induktiv“ nenne. Die mittlerweile wohl weit überwiegende Anzahl der Autoren⁵² beschränkt sich dabei nicht nur auf die Interessen der Gesellschafter, also der Eigenkapitalgeber, sondern bezieht die Interessen anderer Interessierter – sog. „Stakeholder“ – am Unternehmen mit ein (sog. interessenpluralistischer Ansatz, Stakeholder-Ansatz): Arbeitnehmer-, Gläubiger-, Anwohner- – ja sogar öffentliche Interessen, zu denen man z.B. den Umweltschutz rechnen könnte, sollen in das Gesellschaftsinteresse einfließen.⁵³

Darin wird der Ausdruck kontinentaleuropäischer Unternehmenskultur und der ihr entsprechenden sozialen Verantwortung der Unternehmen gese-

50 Vgl. auch Abs. 2 der Präambel (Nr. 1) des Kodex i.d.F. vom 18. 6. 2009: „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 (Unternehmensinteresse).“

51 Siehe LG Düsseldorf, 22. 7. 2004 – XIV 5/03, NJW 2004, 3275 (Mannesmann), das zu Recht vom „unbestimmten Rechtsbegriff des Unternehmensinteresses“ spricht (mit zahlr. w. N. aus dem Schrifttum).

52 Ähnlich die Bestandsaufnahme von *Kocher/Badnarz* (Fn. 39), *Der Konzern* 2011, 77, 78, dort Fn. 6: Die Tendenz, das Unternehmensinteresse „umfassend, d.h. alle die verschiedenen Interessen der Stakeholder einbeziehend zu verstehen“, setze sich „immer stärker durch“, während „nur noch wenige Stimmen einen strikten Shareholder-Value-Ansatz“ verfolgten.

53 Z.B. *Hüffer*, AktG (Fn. 8), § 76 Rn. 12: Zu den Trägern der vom Vorstand wahrzunehmenden Interessen gehörten „Aktionäre (Kapital), Arbeitnehmer (Arbeit) und Öffentlichkeit (Gemeinwohl)“; *Wilhelm*, Kapitalgesellschaftsrecht, 3. Aufl. 2009, Rn. 1055: „Wahrung insbesondere von öffentlichen Interessen und Arbeitnehmerinteressen“. Kritisch z.B. *Fleischer*, in: *Spindler/Stilz*, AktG (Fn. 4), § 76 Rn. 28, 34f., der auch (Rn. 24–27) einen Überblick über die unterschiedlichen Ausprägungen dieser Ansicht gewährt. Offenbar, naturgemäß ohne spezielle Bezugnahme auf das deutsche Aktienrecht, ebenfalls keine Verfechterin des Stakeholder-Ansatzes ist die *EU-Kommission* im Grünbuch vom 18. 7. 2001, Europäische Rahmenbedingungen für die soziale Verantwortung der Unternehmen, KOM(2001) 366 endg., S. 5: Obwohl „die primäre Aufgabe eines Unternehmens“ darin bestehe, „Gewinne zu erzielen“, könnten „Unternehmen gleichzeitig einen Beitrag zur Erreichung sozialer und ökologischer Ziele leisten, indem sie die soziale Verantwortung in ihre grundsätzliche Unternehmensstrategie, ihre Managementinstrumente und ihre Unternehmensaktivitäten“ einbezögen [Hervorhebung hinzugefügt]. Ein Gleichrang oder gar Vorrang bzw. der rechtspolitische Wunsch nach einem Rang der Stakeholder-Interessen vor den Gewinninteressen ist hier jedenfalls nicht erkennbar (vgl. unten 3.b. zum Interessengleichlauf).

hen – ganz im Sinne von *Walter Rathenau*s Konzeption des verselbstständigerten „Unternehmens an sich“.⁵⁴ Die Aufgabe des Vorstands besteht danach in der ständigen Abgleichung der unterschiedlichen auf die Gesellschaft gerichteten Partialinteressen.⁵⁵ Seine Maßnahmen seien – so heißt es – „nicht an der Messlatte unmittelbarer Geldrechnung“ zu beurteilen,⁵⁶ vielmehr gehöre es zur eigenverantwortlichen Ermessensausübung des Vorstands, auch „soziale, karitative oder unternehmenspolitische“ Aufwendungen zu tätigen.⁵⁷ Der Shareholder-Value-Ansatz sei von vornherein unzulässig.⁵⁸

Dies sind Aussagen, die viele gerade in diesen Tagen sicherlich besonders gern hören. Und so verstanden überschneidet sich der Stakeholder-Ansatz mit dem Nachhaltigkeitskonzept. Schon vor Jahren übrigens hat sich die Bundesregierung in ihrer insofern bemerkenswert wortreichen Begründung zum Entwurf des WpÜG ausdrücklich dieser Sichtweise angeschlossen.⁵⁹ Auch die

54 Hierzu z.B. *Birke*, Das Formalziel der Aktiengesellschaft, 2005, S. 156–158 m. w. N.

55 Z.B. *Hüffer*, AktG (Fn. 8), § 76 Rn. 12: „Nach h. M. ist interessenplurale Zielkonzeption maßgebend; *ders.*, a. a. O. Rn. 12b: Es sei „Aufgabe, aber auch Recht des Vorstands, divergierende Interessen gegeneinander abzuwägen und danach zu einer Entscheidung zu gelangen“; siehe auch *Baums*, Anerkennungsprämien für Vorstandsmitglieder, *Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, Institut für Bankrecht Nr. 121*, 2004 (http://publikationen.ub.uni-frankfurt.de/volltexte/2005/1234/pdf/paper_121.pdf, Abruf vom 27. 10. 2011), S. 11: Nach „herrschender“ Auffassung entspreche dem Unternehmensinteresse „eine Entscheidung oder Maßnahme nur, wenn sie unter Berücksichtigung und Abwägung der relevanten, in die Abwägung einzubeziehenden Einzelinteressen getroffen worden“ sei. Den „„Unternehmensbeteiligten“ (Aktionären, Gläubigern, Arbeitnehmern, der Öffentlichkeit) gemeinsam“ sei „ein Interesse am Bestand und der dauerhaften Rentabilität der Gesellschaft (unbeschadet natürlich der Befugnis der Hauptversammlung z.B. zur Auflösung oder Umwandlung der Gesellschaft auf den dafür vorgesehenen Wegen)“; diese Ziele sollten „Vorrang vor den Sonderinteressen der einzelnen ‚Stakeholder‘-Gruppen haben“.

56 *Wilhelm* (Fn. 53), Rn. 1055.

57 Z.B. *Wilhelm* (Fn. 53), Rn. 1055.

58 Z.B. *Hüffer*, AktG (Fn. 8), § 76 Rn. 12b: Ein im Sinne eines Vorrangs der Aktionärsinteressen verstandener „Shareholder Value“ sei nicht mit § 76 Abs. 1 AktG vereinbar. A. A. z.B. *Seibt*, in: *Schmidt/Lutter*, AktG, 2. Aufl. 2010, § 76 Rn. 12: Er sieht einen „Gewichtungsvorsprung der Aktionärsinteressen vor den Belangen anderer Anspruchs- und Interessengruppen im Sinne eines moderaten Shareholder-Value-Konzepts“.

59 Siehe *Begr. RegE* zu § 3 Abs. 3 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034 vom 5. 10. 2001, S. 35: Abs. 3 (siehe weiter oben in diesem Abschnitt) stelle klar, dass auch während eines Angebotsverfahrens Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft „weiterhin im Interesse des Unternehmens handeln“ müssten. Dabei seien „die Interessen der Aktionäre, der Arbeitnehmer und die Interessen der Gesellschaft insgesamt zu berücksichtigen“; noch deutlicher a. a. O., S. 52, zu § 27 Abs. 1 WpÜG (Stellungnahme des Vorstands der Zielgesellschaft): Durch die Stellungnahme komme der Vorstand „zugleich seiner gesellschaftsrechtlichen Verpflichtung zur sachgerechten

Kodex-Kommission, deren Mitglieder von der Bundesministerin für Justiz eingesetzt werden, hat sich diese Auffassung wie gesehen (oben III.2.c) offenbar – angestoßen durch die Reform der Vorstandsvergütung – zu eigen gemacht, wenn sie seit 2009 – nicht etwa als Empfehlung, sondern als Auslegung des geltenden Rechts – unter Hinweis auf die „soziale Marktwirtschaft“ (Präambel, Abs. 2) formuliert, der Vorstand leite das Unternehmen „im Unternehmensinteresse, also unter Berücksichtigung der Belange der ... Aktionäre, seiner Arbeitnehmer und der sonstigen dem Unternehmen verbundenen Gruppen (Stakeholder) mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung“ (Nr. 4.1.1).

Nach Meinung anderer darf der Vorstand im Rahmen seines Leitungsermessens sozialpolitisch handeln, muss es aber nicht.⁶⁰ Wieder andere identifizieren das Gesellschaftsinteresse sogar ausschließlich mit dem Interesse der Aktionäre.⁶¹ Die Anhänger beider Richtungen halten den Shareholder-Value-Ansatz für eine zwar (im Grundsatz) zulässige, aber nicht zwingende Konkretisierung des Vorstandsermessens.⁶²

b) Stellungnahme

Was ist von diesen Ansätzen zur Konkretisierung des Gesellschaftsinteresses zu halten? Die höchstrichterliche Rechtsprechung zu § 93 AktG oder, damit verwandt, zu § 266 StGB, hat diesbezüglich – soweit ersichtlich – bis heute noch nicht eindeutig Stellung bezogen.⁶³

Wahrnehmung der in der Gesellschaft zusammentreffenden Interessen nach, deren Träger neben den Aktionären die Arbeitnehmer und das Gemeinwohl“ seien „und deren ggf. divergierende[n] Interessen im Wege praktischer Konkordanz auszugleichen“ seien; ferner a. a. O., S. 58, zu § 33 Abs. 2 S. 2 WpÜG: „Auch während des gesamten Übernahmeverfahrens“ bleibe „das Management der Zielgesellschaft zur Wahrnehmung der in der Gesellschaft zusammentreffenden Interessen der Aktionäre, der Arbeitnehmer und des Gemeinwohls verpflichtet ...“

60 Zu diesem Ergebnis etwa müsste *Großmann* (Unternehmensziele im Aktienrecht, 1980) kommen, denn er vertritt die Ansicht, die freie Ermessensentscheidung des Vorstands sei nicht durch die Bindung an ein Unternehmensziel inhaltlich beschränkt (S. 163).

61 *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG (Fn. 4), § 76 Rn. 33: „Vorrangstellung“ der Eigenkapitalgeber; weiter gehend *Mülbert* (Fn. 23), S. 421, 427 ff., 434: Seit den Änderungen des AktG durch das KonTraG dürfe sich der Vorstand „auch an der Marktwertermaximierung orientieren“.

62 Siehe auch OLG Frankfurt a. M., Urt. vom 17. 8. 2011 – 13 U 100/10; ZIP 2011, 2008 (juris-Rn. 23): „Gesicherter Erkenntnisstand heute ist indessen nur, dass der Vorstand bei seinen Entscheidungen dem Shareholder Value Gedanken Rechnung tragen darf.“

63 Mangels Entscheidungsrelevanz allenfalls eine Tendenz lässt die folgende (ausdrücklich auf die Kommentierung von *Hüffer* (AktG, 6. Aufl.) zu § 76 AktG Bezug nehmende) Aussage des 3. Strafsenats des BGH (Urt. v. 21. 12. 2005 – 3 StR 470/04) im Mannesmann-Fall (juris-Rn. 27) erkennen: „Ein Interesse der Gesamtheit der Aktionäre, der Gesellschaftsgläubiger, der Arbeitnehmer oder der Öffent-

aa) Kritik des Stakeholder-Ansatzes

Die jahrzehntelange umfangreiche Diskussion um das Für und Wider des skizzierten Stakeholder-Ansatzes, der in Bezug auf seine altruistischen Merkmale und die Berücksichtigung des öffentlichen Wohls für die aktienrechtliche Beurteilung maßgebliche *Gemeinsamkeiten mit dem allgemeinen Nachhaltigkeitskonzept* (oben III.1.) aufweist, kann hier nicht im Einzelnen nachgezeichnet werden.⁶⁴ Nachfolgend in aller Kürze vier aus meiner Sicht entscheidende Schwachpunkte dieser Konzeption: ihre mangelnde Bestimmtheit, die unzureichende Steuerungswirkung, Inkonsistenzen auf der Sanktionsseite sowie die fehlende Legitimation.

(1) Unbestimmtheit

Bereits der Kreis der in Betracht kommenden Interessen ist unsicher und dementsprechend umstritten. Sind es nur die Hauptbetroffenen, Aktionäre und Arbeitnehmer, oder auch die Vertragspartner, die Allgemeinheit oder sogar die Konkurrenten? Darüber hinaus sind selbst innerhalb der einzelnen Gruppen die persönlichen Interessen der Gruppenmitglieder häufig keineswegs gleichgerichtet: Unter den Gesellschaftern gibt es solche, die ein unternehmerisch-strategisches Interesse verfolgen, und andere, die sich als Kapitalanleger betrachten. Bei Letzteren wiederum lassen sich risikodiversifizierte und nicht diversifizierte mit jeweils unterschiedlichen individuellen Risikoneigungen unterscheiden.⁶⁵ Unter den Arbeitnehmern etwa gibt es solche, die stärker an höheren Löhnen interessiert sind, und andere, denen die Sicherung ihres Arbeitsplatzes wichtiger ist. Ferner kann ein und dieselbe Maßnahme gleichzeitig mit Kündigungen und mit Neueinstellungen verbunden sein. Beispiel: die Verlegung eines Fabrikationsbetriebs von Deutschland in ein Billiglohngelände.

(2) Unzureichende Steuerungswirkung

Die Bindung der Geschäftsleitung an unterschiedliche, einander zumindest teilweise widersprechende Interessen entfaltet wie jede mehrdeutige Zielvorgabe nur eine geringe Steuerungswirkung. Für beinahe jede noch so schlechte unternehmerische Entscheidung wird sich – zumindest nachträglich – irgend-

lichkeit, das bei der Frage, ob die Präsidiumsmitglieder bei der Zuerkennung der Anerkennungsprämien im Unternehmenswohl handelten, mit zu berücksichtigen wäre, ... lag nicht vor“.

64 Siehe ausführlich z. B. *von Bonin*, Die Leitung der Aktiengesellschaft zwischen Shareholder Value und Stakeholder-Interessen, 2004, S. 29–44 und 76–118; *Birke* (Fn. 54), S. 155–197.

65 Hierzu *Mülbert* (Fn. 16), ZGR 1997, 129, 136, mit der Erläuterung, dass das Capital Asset Pricing Model (CAPM) und der Shareholder-Value-Ansatz den Typ des risikodiversifizierten Anlegers für maßgebend hielten.

eine Stakeholder-Gruppe finden lassen, die davon profitiert.⁶⁶ Die Fortführung einer defizitären Verkaufsstätte „auf dem flachen Land“ beispielsweise liegt zumindest im Arbeitnehmerinteresse und im Interesse der Öffentlichkeit. Der Nachweis, dass die Förderung dieser Stakeholder dazu geeignet ist, indirekt, etwa über ein verbessertes Renommee, auch noch in ausreichendem Umfang der Gesellschaft zugute zu kommen, ist dann nicht mehr erforderlich.

(3) Inkonsistenzen auf der Sanktionsseite

Sollte die Verletzung der angeblichen Rechtspflicht zur Förderung von Stakeholder-Interessen dennoch einmal feststehen, bleibt sie nach dem Gesetz ohne rechtliche Konsequenzen – jedenfalls solange sich der Schaden der Betroffenen nicht gleichzeitig in einem Schaden der Gesellschaft niederschlägt (§ 93 Abs. 2 Satz 1 AktG). Konsequenterweise müsste man nicht nur den Pflichtenmaßstab des § 93 Abs. 1 AktG, sondern auch den Schadensbegriff des Abs. 2 mit dem Eigeninteresse des Unternehmens ausfüllen. Dies aber hat bislang, soweit überschaubar, noch niemand vorgeschlagen.

(4) Fehlende Legitimation

Die wohl entscheidende Schwäche der Konzeption des Eigeninteresses des Unternehmens, die ich hier ansprechen möchte, ist ihr Legitimationsdefizit. Die Pflicht zur Berücksichtigung der Stakeholder-Interessen über die bestehenden Sondernormen zum Schutz der Gesellschafter, Arbeitnehmer, Gläubiger, Umwelt usw. – vielleicht sogar der Konkurrenten? – hinaus sowie zu ihrer gegenseitigen Abwägung findet keine überzeugende Grundlage im Gesetz und meistens, also bei der typischen Aktiengesellschaft, auch nicht in der Satzung. Die Theorie von der Fortgeltung des § 70 Abs. 1 AktG 1937,⁶⁷ wonach der Vorstand „in eigener Verantwortung die Gesellschaft so zu leiten“ hatte, „wie das Wohl des Betriebs und seiner Gefolgschaft und der gemeine Nutzen von Volk und Reich es erfordern“, ist kaum haltbar.⁶⁸ Die bereits oben (unter IV.2.a, Fn. 59) zitierte Ansicht der Bundesregierung im RegE WpÜG hat im Gesetz keinen Niederschlag gefunden.

Mit der Sozialpflichtigkeit des Eigentums (Art. 14 Abs. 2 GG) lässt sich hier ebenfalls nicht argumentieren,⁶⁹ denn man dürfte die Sozialpflichtigkeit

66 Siehe auch *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG (Fn. 4), § 76 Rn. 34: Ein „Diener vieler Herren“ sei „am Ende aller ledig und niemandem mehr verantwortlich“.

67 So etwa, ohne nähere Begründung, *Wilhelm* (Fn. 53), Rn. 1055.

68 Eingehend und überzeugend *von Bonin* (Fn. 64), S. 98–100 m. w. N.

69 Im Ergebnis z. B. auch *von Bonin* (Fn. 64), S. 116 f., der allerdings, insofern wohl inkonsequent, die Sozialbindung aus Art. 14 Abs. 2 GG bei „aktienrechtlich freiwilligem, sozial ausgerichteten Handeln der Unterleitung intern, d. h. gegenüber Gesellschaft, der Hauptversammlung und dem Aufsichtsrat, als Rechtfertigungsgrund“ gelten lassen möchte; anders *Spindler*, in: MünchKommAktG (Fn. 33), § 76 Rn. 68: Dem „Betrieb eines Unternehmens als sozialer Veranstaltung“ sei die Wahrung der Interessen „der im Unternehmen Tätigen“ sowie „im Hinblick auf Ge-

nicht, jedenfalls nicht nur⁷⁰ auf das Anteilseigentum der Gesellschafter, sondern müsste sie (zumindest auch) auf das Eigentum der Gesellschaft als unmittelbare Unternehmensträgerin beziehen. Schließlich geht es um die soziale Verantwortung des Unternehmers. Dann aber wäre nicht einzusehen, warum man den Stakeholder-Ansatz (bzw. die Sozialpflichtigkeit unternehmerischen Eigentums im Sinne des Stakeholder-Ansatzes) nicht bei allen Unternehmen unabhängig von ihrer Rechtsform in gleicher Weise reklamiert.⁷¹ Im Übrigen bedarf das Gebot der Sozialpflichtigkeit aufgrund des Gesetzesvorbehalts (Art. 14 Abs. 1 Satz 2 GG) einer (verhältnismäßigen) Konkretisierung durch den Gesetzgeber, wenn das Eigentumsgrundrecht nicht leer laufen soll, und diese Konkretisierung müsste den Anforderungen des Gleichheitssatzes genügen.⁷²

Für die *unternehmerisch mitbestimmte* Aktiengesellschaft gilt insoweit keine Ausnahme. Die personelle Einbeziehung der Arbeitnehmerinteressen in den Vorstand – durch den Arbeitsdirektor – und vor allem in den Aufsichtsrat zielt nicht darauf ab, die Beachtung der Belegschaftsbelange durch inhaltliche Vorgaben für die Unternehmensleitung sicherzustellen. Schließlich ist man sich einig, dass der Arbeitsdirektor im Vorstand und die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat bei der Erfüllung ihrer Aufgaben exakt denselben Pflichten unterliegen wie ihre Kollegen (vgl. § 4 Abs. 3 MontanMitbestG, § 25 Abs. 1 Nr. 1 MitbestG 1976).⁷³ Das MitbestG 1976 enthält aber auch keine Regelung, aus der sich ergeben würde, dass Vorstand und Aufsichtsrat einer mitbestimmten Aktiengesellschaft eine andere, nämlich originär an Arbeitnehmerinteressen orientierte Geschäftspolitik zu verfolgen hätten als in der „normalen“,

genstand und Größe des Unternehmens auch die Interessen der Allgemeinheit“ immanent. Dies ergebe sich „auch aus der in Art. 14 Abs. 2 GG festgelegten Sozialgebundenheit des in der Aktie verkörperten gesellschaftsrechtlichen Eigentums“.

70 Vgl. in Zusammenhang mit der Beurteilung des MitbestG 1976 den verfassungsrechtlichen „Durchgriff“ des BVerfG im Urteilv. 1. 3. 1979 – 1 BvR 532/77 u. a., BVerfGE 50, 290 (unter C.III.1.b., vor aa.): Das Anteilseigentum sei „in seinem mitgliedschaftsrechtlichen und seinem vermögensrechtlichen Element gesellschaftsrechtlich vermitteltes Eigentum“.

71 So auch *von Bonin* (Fn. 64), S. 116.

72 So auch BVerfG, 1. 3. 1979 – 1 BvR 532/77 u. a., BVerfGE 50, 290 (unter C.III.1.b.bb.): Die Grundrechte der Arbeitnehmer vermöchten nicht „unmittelbar kraft Verfassungsrechts das Grundrecht der Anteilseigner aus Art. 14 GG zu begrenzen, weil sie – wie auch Art. 74 Nr. 12 GG – keinen verbindlichen Verfassungsauftrag zur Einführung einer Unternehmensmitbestimmung wie derjenigen des Mitbestimmungsgesetzes“ enthielten. Die soziale Bindung des Anteilseigentums sei durch den Gesetzgeber zu konkretisieren.

73 Hierzu etwa BGH, 25. 2. 1982 – II ZR 145/80, BGHZ 83, 151 (Bilfinger/Berger), unter II.2.: „tragende[r] aktienrechtliche[r] Grundsatz“, dass „alle Mitglieder des Aufsichtsrats, wenn sie erst einmal, gleichviel von welcher Seite, in dieses Amt berufen sind, die gleichen Rechte und Pflichten haben“.

nicht mitbestimmten Aktiengesellschaft.⁷⁴ Im Gegenteil hat der Gesetzgeber bewusst halbherzig – und in gewisser Weise auch unehrlich – auf eine rein formal-organisatorische Arbeitnehmerbeteiligung gesetzt.⁷⁵ Mehr wäre – folgt man der Argumentationslinie des Bundesverfassungsgerichts im Mitbestimmungsurteil, für die es entscheidend war, dass die Mitbestimmung der Arbeitnehmer nicht dazu führt, „dass über das im Unternehmen investierte Kapitel gegen den Willen aller Anteilseigner entschieden werden kann“ und dass den Anteilseignern „das Letztentscheidungsrecht belassen wird“⁷⁶ – wohl zudem als verfassungswidrig zu qualifizieren gewesen.

Auch für die *börsennotierte* Gesellschaft, deren Vorstand durch die Vergütungsstruktur auf das Ziel einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung hin zu lenken ist, gilt keine Ausnahme, denn, wie bereits dargelegt (III.2.b), ist der Begriff der Nachhaltigkeit in § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG n.F. nicht in dem sozialen Sinn des allgemeinen Nachhaltigkeitskonzepts zu verstehen.

Um Missverständnisse zu vermeiden: Ich rede hier nicht einem „rücksichtslosen Kapitalismus“ das Wort. Aber Interessenkonflikte sollten an den richtigen rechtlichen Stellschrauben gelöst werden, wenn sie keine systematischen Widersprüche erzeugen sollen. Die soziale Verantwortung der Unternehmen nach den bestehenden gesetzlichen Sonderregeln – etwa Arbeits- und Sozialrecht, Umweltrecht, Steuerrecht und, immer wichtiger, Aufsichtsrecht – ist unbestreitbar, und das ist im Grundsatz auch gut so. Derjenige, dem aber dieser Schutz der widerstrebenden Einzelinteressen um das Unternehmen herum nicht ausreicht, muss sich an den demokratisch legitimierten Gesetzgeber und nicht an die Verwalter fremden Vermögens – nichts anderes sind Vorstandsmitglieder – wenden. Selbst solche Unternehmen, die, wie in der Finanzmarktkrise sog. systemrelevante Finanzinstitute, in Gestalt von „Rettungsschirmen“ erhebliche staatliche Unterstützung erfahren, trifft allein aufgrund dieses Umstands aktienrechtlich noch keine erhöhte soziale Verantwortung. Vielmehr wäre es hier Sache der öffentlichen Geldgeber, ihre Unterstützung an entsprechende rechtlich fixierte Auflagen oder Bedingungen zu knüpfen,⁷⁷

74 Ausführlich von *Bonin* (Fn. 64), S. 100ff. Siehe auch BVerfG, 1. 3. 1979 – 1 BvR 532/77 u.a., BVerfGE 50, 290 (unter C.III. 1. b.aa.): Das MitbestG berühre nicht die „Privatnützigkeit des Anteilseigentums“.

75 Vgl. Begr. RegE MitBestG, BT-Drucks. 7/2172 vom 29. 4. 1974, S. 17: „gleichberechtigte und gleichgewichtige Teilnahme von Anteilseignern und Arbeitnehmern an den Entscheidungsprozessen im Unternehmen auf der Grundlage des geltenden Gesellschaftsrechts“, Regelung der Mitbestimmung „unter weitgehender Beibehaltung des geltenden Gesellschaftsrechts“, „nicht beabsichtigt, schon im Zusammenhang mit der neuen Mitbestimmungsregelung auch das Unternehmensrecht umfassend neu zu gestalten“.

76 BVerfG, 1. 3. 1979 – 1 BvR 532/77 u.a., BVerfGE 50, 290 (unter C.III.1.b.cc.).

77 Vgl. § 10 („Bedingungen für Stabilisierungsmaßnahmen“) des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes (FMStG) vom 17. 10. 2008, BGBl. I, 1982.

wobei die Verpflichtung solcher notleidender Unternehmen zu altruistischem Verhalten indes regelmäßig kontraproduktiv sein dürfte.⁷⁸

Letztlich muss jeder Versuch, die tatsächlichen Interessen von Stakeholdern per se zum rechtlichen Maßstab des Vorstandsverhaltens zu erklären, scheitern. Aus dem Sein kann man nicht ohne Weiteres auf das Sollen schließen. Deshalb wäre es genauso verfehlt, das „Gesellschaftsinteresse“ mit den realen Interessen des aktuellen Gesellschafterkreises zu identifizieren. Das führt zu der Frage: Was ist dann das Gesellschaftsinteresse, diese „black box“, auf die sich – wie gesehen – Rechtsprechung, Schrifttum und inzwischen auch das Gesetz für die Konkretisierung der Leitungspflichten des Vorstands nach § 93 AktG beziehen?

bb) Wesen des Gesellschaftsinteresses

Wegen der Personifizierung der Gesellschaft als juristische Person wirkt der Begriff des „Gesellschaftsinteresses“ zunächst in gleicher Weise aus sich selbst heraus plausibel wie das Interesse einer natürlichen Person. Genau hierin aber liegt die Suggestivkraft und die Gefahr dieses Begriffes: Der Inhalt, den ihm der Rechtsanwender im Einzelfall gibt, wird nicht auf seine normative Legitimation überprüft und zu Unrecht als ein der Rechtsordnung vorgegebenes Phänomen der Seinswelt akzeptiert. Das haben wir soeben am Beispiel des Stakeholder-Ansatzes gesehen.

„Interesse“ ist entweder subjektiv Willen oder objektiv Vorteil. Ein subjektives Verständnis des Gesellschaftsinteresses kommt nicht in Frage, denn juristische Personen haben *per se* keinen eigenen, empirisch ermittelbaren natürlichen Willen. Würde man aber den Willen ihrer Organe mit dem Gesellschaftsinteresse gleichsetzen, würde das Ziel, mit diesem Merkmal die Pflichtbindung des Vorstands zu konkretisieren, leerlaufen.⁷⁹ Demnach kann der Begriff des Gesellschaftsinteresses nur objektiv gemeint sein. Die objektive Bedeutung des Interesses im Sinne von „Vorteil“ ist ebenso wie sein Gegenbegriff „Schaden“ normativer Natur. Zur Konkretisierung des Gesellschaftsinteresses sind somit rechtliche Wertungen heranzuziehen.

Als Maßstab hierfür kommen nur privatautonome – primäres und derivatives Satzungsrecht sowie Vertragsbeziehungen – und gesetzliche Vorschriften – auch zum Schutz von Stakeholder-Interessen (s. o. IV.2.a) – in Betracht. Damit aber verliert der Begriff „Gesellschaftsinteresse“ in seiner Funktion als Pflichtenmaßstab der Geschäftsleitung jeden eigenständigen Erkenntniswert. Er ist lediglich Ausdruck, Platzhalter der *bestehenden* normativen Vorgaben;

78 Vgl. § 10 Abs. 2 Satz 1 FMStG: „Die Bundesregierung kann durch Rechtsverordnung ... nähere Bestimmungen erlassen über die von den begünstigten Unternehmen des Finanzsektors zu erfüllenden Anforderungen an ... 10. sonstige Bedingungen, die zur Sicherstellung des Zweckes dieses Gesetzes nach Abs. 1 erforderlich sind“ [Hervorhebung hinzugefügt].

79 Siehe schon *Reiner*, Unternehmerisches Gesellschaftsinteresse und Fremdsteuerung, 1995, S. 11.

als solcher ist er für eine induktive Rechtsfindung ungeeignet. Im Folgenden werde ich deshalb versuchen, der Pflichtbindung des Vorstands *ohne* den Umweg über den Begriff des Gesellschaftsinteresses unmittelbar durch eine Auslegung der maßgeblichen normativen Vorgaben deduktiv auf den Grund zu gehen.⁸⁰

3. Deduktive Konkretisierung (Gesellschaftszweck)

Ausgangspunkt der deduktiven Konkretisierung des Gesellschaftsinteresses ist das eigene, privatautonom geschaffene Innenrecht der Gesellschaft, beginnend mit dem satzungsmäßigen Gesellschaftszweck. Dieser definiert das Endziel – betriebswirtschaftlich: Formalziel – der Leitungstätigkeit des Vorstands und verleiht ihr auf der höchsten Abstraktionsstufe seine finale Richtung. Im Aktiengesetz wird der Gesellschaftszweck anders als etwa im GmbH-Gesetz (dort § 1) nicht ausdrücklich erwähnt. Seine Existenz wird als selbstverständlich vorausgesetzt. Als zulässige Gesellschaftsziele der Aktiengesellschaft kommen eigen- oder fremdnützige, erwerbswirtschaftliche oder ideelle sowie Mischformen in Betracht.⁸¹

Verwirklichen muss der Vorstand den satzungsmäßigen Zweck grundsätzlich im Rahmen des ihn konkretisierenden satzungsmäßigen Gesellschafts- oder – wie §§ 3 und 23 AktG sagen – „Unternehmensgegenstands“. Dieser bezeichnet den Tätigkeitsbereich und damit das Mittel, durch den die Gesellschaftsorgane – allen voran die Geschäftsleiter – den Gesellschaftszweck verwirklichen sollen.⁸² Der in der Praxis am häufigsten anzutreffende selbst gewählte Gesellschaftszweck der Aktiengesellschaft ist die eigennützige Erwirtschaftung von Geldeinkommen (Gewinn),⁸³ und zwar zunächst zugun-

80 Zu einer ähnlichen Folgerung gelangt *Großmann* (Fn. 60), S. 107: Das „Unternehmensinteresse“ (hier verstanden im Sinne der „kollektiven Nutzenfunktion“ des Unternehmens an sich) könne keinen Beitrag zur Bestimmung des „Unternehmenszwecks bzw. Unternehmensziels“ leisten, sondern werde „selbst vom Ziel/Zweck bestimmt“. Wolle man es als subjektives, tatsächliches („wahres“) Interesse verstehen, sei es „überflüssig“.

81 Ausführlich *Müllbert*, Kapitalschutz und Gesellschaftszweck bei der Aktiengesellschaft, in: FS für Marcus Lutter, 2000, S. 535, 537 ff.; siehe insbesondere auch *ders.*, S. 544 ff. dazu, dass die europarechtlichen Kapitalschutzvorschriften der 2. Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie 77/91/EWG atypischen Formalzielen, die auf andere Wohltaten für Gesellschafter (oder Dritte) gerichtet sind als Gewinnausschüttungen, nicht entgegen stehen. Die nachträglichen Änderungen dieser Richtlinie durch die Richtlinien 2006/68/EG und 2009/109/EG gebieten keine andere Einschätzung.

82 Z. B. *Hüffer*, AktG (Fn. 8), § 23 Rn. 22: Nach jedenfalls im Aktienrecht herrschender Meinung stünden „Unternehmensgegenstand und Gesellschaftszweck in einer Mittel-Zweck-Relation“; *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, AktG (Fn. 58), § 23 Rn. 34.

83 Z. B. *Müllbert* (Fn. 81), S. 535, 542: eigennützige Gewinnmaximierung als „normtypisches Formalziel“.

ten des Gesellschaftsvermögens, mittelbar und endgültig über Gewinnausschüttungen und Liquidationserlös aber zugunsten der Gesellschafter.

a) Erwirtschaftung von Geldeinkommen

Das Ziel der Erwirtschaftung von Geldeinkommen wird in der Gesellschaftssatzung in der Regel (im Gegensatz zum Unternehmensgegenstand) zwar nicht ausdrücklich erwähnt, von den ursprünglichen und den später hinzutretenden Gesellschaftern aber mangels gegenteiliger Anhaltspunkte⁸⁴ stillschweigend unterstellt.⁸⁵ Dieser Beobachtung entsprechend gehen auch die Vorschriften des Aktiengesetzes vom Regeltyp einer unternehmerischen, erwerbswirtschaftlich tätigen Gesellschaft aus.⁸⁶ Darauf deuten z. B. die bereits erwähnte (vor a)) Verwendung des Unternehmensbegriffs im Zusammenhang mit dem Gesellschaftsgegenstand – Stichwort: Unternehmensgegenstand – sowie die detaillierten Vorschriften zur Einkommensermittlung und -verwendung im AktG und HGB. Nicht zuletzt kommt die monetäre Ergebnisorientierung der Gesellschaft in der Pflicht des Vorstands nach § 90 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 und 4, Abs. 2 AktG zum Ausdruck, dem Aufsichtsrat jährlich über die „Rentabilität der Gesellschaft, insbesondere die Rentabilität des Eigenkapitals“ zu berichten sowie zusätzlich jeweils „rechtzeitig“ über Geschäfte, „die für die Rentabilität oder Liquidität der Gesellschaft von erheblicher Bedeutung sein können“. Rentabilität bedeutet Verzinsung des eingesetzten Kapitals. Die Betonung des Gesetzes liegt dabei auf der gesellschaftsinternen Eigenkapitalrentabilität, also nicht auf der individuellen Rentabilität für die einzelnen Gesellschafter. Dementsprechend können die einzelnen Gesellschafter im Rahmen der Vorstandshaftung, soweit sie diese überhaupt erzwingen können (§§ 148, 117 Abs. 1 Satz 2 AktG), immer nur den Schaden der Gesellschaft (im Sinne von negativen Auswirkungen auf das Gesellschaftsvermögen), nicht aber negative Auswirkungen auf die Rentabilität ihrer Aktienanlage als solche (sog. Reflexschaden) geltend machen.

84 Die einzige kapitalmarktorientierte Aktiengesellschaft mit ideellem Ziel ist – soweit ersichtlich – die Zoologischer Garten Berlin AG (WKN: 503.186), die laut Satzung „die Erhaltung und Verbesserung des Zoologischen Gartens“ anstrebt.

85 Siehe etwa *Pentz*, in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl. 2008, § 23 Rn. 76: Im Kapitalgesellschaftsrecht gelte der Grundsatz, dass ihr Ziel „in der selbstständigen, eigennützigen und erwerbswirtschaftlichen Teilnahme der Gesellschaft am Wirtschaftsverkehr“ bestehe. Ähnlich z. B. *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG (Fn. 4), § 82 Rn. 27: Sofern die Satzung „nichts Gegenteiliges“ vorsehe, sei „es dem Vorstand ... verboten, gemeinnützige oder ideelle Zwecke zu verfolgen“.

86 Siehe z. B. *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG (Fn. 4), § 82 Rn. 27: Der Gesellschaftszweck liege „nach dem legislatorischen Leitbild des Aktienrechts in der Gewinnerzielung“.

b) Maximierung von Geldeinkommen

Immer dort, wo die Satzung nur ein einziges (nicht quantifiziertes) Primärziel vorgibt, ist dieses zwar nach dem zulässigen Ermessen des Vorstands, aber jedenfalls mit dem größtmöglichen zumutbaren Bemühen zu realisieren. Jedes geringere Maß des Bemühens wäre nicht justiziabel, und die gesamte Zielbindung würde leer laufen. Bei der erwerbswirtschaftlich ausgerichteten Gesellschaft bedeutet das nichts anderes als Maximierung des erwirtschafteten Geldeinkommens.⁸⁷

Das Ziel der Maximierung des erwirtschafteten Geldeinkommens hindert die Geschäftsleitung keineswegs, sich zu sozialer Verantwortung zu bekennen. Häufig besteht ohnehin ein direkter Interessengleichlauf wegen der mit sozialen Wohltaten verbundenen Kosten- oder Produktivitätsvorteile (Beispiele: Reduzierung von CO₂-Emissionen durch Verbesserung der Energieeffizienz; Förderung der Arbeitnehmergesundheit durch betriebliches Gesundheitsmanagement).^{87a} Immer wichtiger wird aber auch ein indirekter Effekt: Unternehmen, die sich zu sozialer Verantwortung und Nachhaltigkeit in diesem Sinne bekennen, fördern ihr öffentliches Ansehen und damit ihren Umsatz und ihre Chancen auf dem Arbeitsmarkt.⁸⁸ Deshalb war es – selbstverständlich – aus aktienrechtlicher Sicht auch nicht pflichtwidrig, als im Herbst 2010 die Vorstandsvorsitzenden und Geschäftsführer von 21 „Top“-Unternehmen in Berlin der Öffentlichkeit eine „Leitbild für verantwortliches Handeln in der Wirtschaft“ genannte Selbstverpflichtungserklärung vorgestellt haben.⁸⁹ Bezeichnenderweise ist nach einer aktuellen Umfrage für 87 % der

87 Vgl. *Großmann* (Fn. 60), S. 41 ff., 44: *Betriebswirtschaftlich* könnten „sowohl Extremierung als auch Satisfizierung sinnvolle Zielausprägungen“ sein.

87a Diesbezüglich deutlich z. B. der Nachhaltigkeitsbericht 2009 der Bayer AG, S. 26 f.: „Nachhaltigkeit eröffnet neue Geschäftschancen – und diese nutzen wir“.

88 Siehe hierzu z. B. den BGH, 6. 12. 2001 – 1 StR 215/01, BGHZ 47, 187 (unter B.IV. 1. c.aa.): Die Aktiengesellschaft sei „für ein dauerhaft erfolgreiches Wirtschaften auf den Rückhalt aller Bezugsgruppen angewiesen“. „Zwischen einem rein altruistischen und einem – langfristig – egoistischen Verhalten, das auf eine für den Erfolg des Unternehmens wesentliche Umweltstabilisierung – ‚good will-Verfestigung‘ – ziele, werde „sich daher kaum je eine scharfe Unterscheidung treffen lassen“. Es sei „mit den Verhaltenspflichten des Vorstands als eines ordentlichen Geschäftsleiters daher durchaus vereinbar, dass er unentgeltliche Zuwendungen allein mit dem Ziel“ ausreiche, „die soziale Akzeptanz der Aktiengesellschaft zu verbessern, sie als ‚good corporate citizen‘ darzustellen und dadurch indirekt ihr wirtschaftliches Fortkommen zu verbessern“. § 93 Abs. 1 AktG gewähre „dabei einen breiten Spielraum unternehmerischen Ermessens dafür, auf welche Art der Vorstand Loyalität für die Gesellschaft und deren gutes Ansehen zu gewinnen“ trachte. Aus dem Schrifttum z. B. *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, AktG (Fn. 58), § 76 Rn. 12, sowie *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG (Fn. 44), § 93 Rn. 25.

89 Verfügbar etwa unter http://www.wcge.org/download/101125_leitbild_de-fin.pdf (Abruf vom 27. 10. 2011). Siehe auch BGH, 13. 10. 1977 – II ZR 123/76, BGHZ 69, 334 (Veba/Gelsenberg) (unter II.3.), zu der Frage, ob die Bundesrepublik Deutsch-

DAX-Unternehmen und 67 % der übrigen Unternehmen die „verbesserte Reputation der Unternehmen in der Öffentlichkeit“ sowie – bei den DAX-Unternehmen – speziell auch am Kapitalmarkt ihr Hauptmotiv für Veränderungen ihres „Nachhaltigkeitsmanagements“.⁹⁰

Das Gebot der Erfolgsmaximierung steht zudem unter dem Vorbehalt, dass zur Erzielung von Geldeinkommen *keine übermäßigen Risiken* für die Ertragsaussichten und den Bestand des Unternehmens eingegangen werden dürfen. Der Gedanke des ausreichenden Insolvenzschutzes durchzieht das gesamte Aktienrecht und kommt im 1998 eingefügten § 91 Abs. 2 AktG besonders gut zum Ausdruck. Danach hat der Vorstand „geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden“. Jüngst wurde er, wie schon erwähnt (oben III.2.b), bei Fn. 36), in der Reform des Rechts der Vorstandvergütung (§ 87 Abs. 1 Satz 2 AktG n. F.), die dem Eingehen „unverantwortlicher Risiken“ entgegenwirken sollte, aufgegriffen.⁹¹

Nun soll noch versucht werden, die zu optimierende finanzielle Erfolgsgröße weiter zu konkretisieren.

c) Konkretisierung der maßgeblichen Erfolgsgröße „Geldeinkommen“

aa) Börsenkurs

Ist der Börsenkurs eine Erfolgsgröße, auf deren Maximierung der Vorstand verpflichtet ist oder deren Maximierung er zumindest als Primärziel anstreben darf? Immerhin ist das Erzielen von Kursgewinnen in den letzten 15 Jahren für immer mehr Anleger in den Vordergrund des Interesses gerückt.⁹² Deut-

land „herrschendes Unternehmen“ im Sinne des § 17 AktG sein kann: Die „Verpflichtung der Gesellschaftsorgane auf das Wohl des Unternehmens“ schließe „es nicht aus, dass sie bei ihren Entscheidungen gesamtwirtschaftliche Gesichtspunkte und das Allgemeinwohl im Rahmen ihrer Verantwortlichkeit (§§ 93, 116 AktG) und der satzungsmäßigen Unternehmensziele angemessen“ mitberücksichtigen.

90 *Von Flotow/Kachel*, Nachhaltigkeit und Shareholder Value aus Sicht börsennotierter Unternehmen: Ergebnisse einer Umfrage des Deutschen Aktieninstituts e. V. und des Instituts für Ökologie und Unternehmensführung an der European Business School e. V., Frankfurt a. M., Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 50, 2011, S. 27.

91 Siehe Nr. 4.2.3 Abs. 2 S. 4 des DCGK i. d. F. seit dem 18. 6. 2009: „Sämtliche Vergütungsteile müssen für sich und insgesamt angemessen sein und dürfen insbesondere nicht zum Eingehen unangemessener Risiken verleiten.“

92 Siehe auch *Birke* (Fn. 54), S. 199 ff., zu der Frage, ob das Formalziel „Gewinnerzielung“ auch die Gewinnrealisierung durch Veräußerung der Aktien einbezieht bzw. ob das Aktiengesetz dies zulässt. *Birke* legt zwar durchaus eindrucksvoll dar, dass die Rolle des Aktionärs als Anleger, der nicht zuletzt durch Kursgewinne Rendite erzielt, im „Börsengesellschaftsrecht“ und in der höchstrichterlichen Rechtsprechung anerkannt ist. Seine Schlussfolgerung, der „normtypische Aktionär“ müsse mittlerweile als „Anleger und nicht als Mitunternehmer“ betrachtet werden (a. a. O., S. 212), vermag aber so pauschal nicht zu überzeugen. Vor allem rechtfer-

lich gegen diesen Gedanken – Kursgewinne – spricht zunächst – wie bereits gesagt (oben a)) – der Gesichtspunkt der Justiziabilität: Die Geschäftsleitung kann aktienrechtlich von der Gesellschaft nicht direkt für Kursverluste oder entgangene Kursgewinne, sondern immer nur für Schädigungen des Gesellschaftsvermögens verantwortlich gemacht werden.

Zudem führen Kursgewinne im Allgemeinen nur dann zu Geldeinkommen, wenn sie realisiert werden, wenn also die Aktionäre ihre Anteile vor Beendigung und Liquidation der Gesellschaft veräußern. Es wäre seltsam, wenn der gemeinsame Gesellschaftszweck primär darauf gerichtet wäre, den Nutzen des Ausstiegs aus der gesellschaftlichen Zweckverfolgung zu maximieren. Aus demselben Grund wie der Aktienkurs allein scheidet auch die an der Gesamtrendite der Aktionäre orientierte Summe aus ausgeschütteten Dividenden und Kursgewinnen als Gegenstand des zu maximierenden Unternehmenserfolgs aus.

Wohl gemerkt: Es geht hier um den Börsenkurs als Selbstzweck. Damit soll keineswegs gesagt werden, dass der Börsenkurs als solcher für den aktienrechtlich maßgeblichen Geschäftserfolg immer ohne Bedeutung wäre. Dazu ein einfaches Gegenbeispiel: Besitzt eine Gesellschaft eigene Aktien, wirken sich (negative) Kursänderungen zwar seit der umfassenden Einführung des Nettoprinzips durch das BilMoG (§ 272 Abs. 1 a, 1 b HGB n.F.) nicht mehr unmittelbar auf das Jahresergebnis und den ausschüttbaren Bilanzgewinn aus. Wirtschaftliche Bedeutung, die sich im Rahmen zukünftiger Transaktionen (z. B. Verkauf, Einsatz als Akquisitionswährung) auf den Jahreserfolg auswirken kann, behalten Kursänderungen aber dennoch. Aus dem Umstand, dass die Bundesregierung mit dem KonTraG den Rückkauf eigener Aktien ausdrücklich auch zur „Erhöhung der Eigenkapitalrendite“⁹³ und die Bedienung von Aktienoptionsprogrammen mit „Orientierung an der Kursentwicklung“ ausdrücklich zur Förderung „der langfristigen Wertsteigerung“ des Unternehmens erleichtern wollte,⁹⁴ folgt keineswegs, dass damit die Marktwertermaximierung (und Börsenkursmaximierung) neben der Mehrung des Gesellschaftsvermögens zum zweiten Formalziel der gesetzestypischen Aktiengesellschaft aufgestiegen sein muss,⁹⁵ solange diese Ziele bis zu einem gewissen Grad durchaus miteinander vereinbar sind.⁹⁶

tigt sie noch nicht, die Steigerung des Aktienkurses („Orientierung an cash flows und Abzinsung mit marktgerechten Eigenkapitalzinssätzen“) mit dem Formalziel der normtypischen AG in Verbindung zu bringen (so aber wohl a. a. O., S. 224).

93 So Begr. RegE KonTraG zu § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, BT-Drs. 13/9712, S. 13.

94 So Begr. RegE KonTraG zu § 192 Abs. 2 Nr. 3, 193 AktG, BT-Drs. 13/9712, S. 23.

95 So aber Mülbart (Fn. 23), S. 421, 434, 440.

96 Anders Mülbart (Fn. 23), S. 421, 434: Es sei „geradezu absurd“ anzunehmen, dass es dem Vorstand im Rahmen eines Aktienoptionsprogramms nicht möglich sein solle, die Unternehmensstrategie an der „Marktwertmaximierung“ (verstanden als Börsenkursmaximierung) auszurichten.

bb) Erzielen ausschüttbarer Gewinne

Was also ist das monetäre Erfolgsziel der Aktiengesellschaft? Das Aktiengesetz gibt hier über den bereits erwähnten Begriff der Rentabilität hinaus weitere entscheidende Anhaltspunkte: Nach den Gewinnverwendungsvorschriften (§§ 119 Nr. 2, 174 AktG) beschließt die Hauptversammlung jährlich neu mit einfacher Mehrheit über die Verwendung des „Bilanzgewinns“. Bilanzgewinn ist dabei nicht identisch mit Jahresüberschuss, er ist vielmehr das, was vom Jahresüberschuss nach Verrechnung des Gewinn- oder Verlustvortrags aus dem Vorjahr und Abzug der gesetzlichen und satzungsmäßigen Rücklagen sowie gegebenenfalls noch weiterer, im Ermessen des Vorstands stehender sog. anderer Rücklagen übrig bleibt (vgl. §§ 158 Abs. 1 Satz 1, 58 Abs. 2 und Abs. 2 a AktG).

Diesen Betrag können die Gesellschafter grundsätzlich, wenn sie wollen, in gesamter Höhe zur Ausschüttung bestimmen. Bei der Entscheidung sind sie im Gegensatz zu anderen, zweckgebundenen Entscheidungen (Beispiel: Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss) grundsätzlich frei, denn die Ausschüttung entspricht dem Gesellschaftszweck *per se*.⁹⁷ Mehr noch: Nach dem Gesetz (§ 254 AktG) ist die Thesaurierung von Bilanzgewinnen durch Mehrheitsbeschluss der Hauptversammlung grundsätzlich durch eine qualifizierte Minderheit anfechtbar, wenn den Aktionären nicht eine Dividende von mindestens vier Prozent ihres Anteils am Grundkapital verbleibt (vgl. § 60 Abs. 1 AktG).

Eine Ausnahme von der Anfechtbarkeit ist – ich vereinfache etwas – nur für den Fall vorgesehen, dass die Thesaurierung nach „vernünftiger kaufmännischer Beurteilung“ notwendig ist, um „die Lebens- und Widerstandsfähigkeit der Gesellschaft“ in einem „übersehbaren Zeitraum“ zu sichern. Diese Ausnahme widerspricht nicht etwa dem Gesellschaftszweck der Gewinnausschüttung, sondern bestätigt ihn. Ein insolvenzbedingtes vorzeitiges Ableben der Gesellschaft würde den Gesellschaftszweck vereiteln, weil es zukünftige Gewinnausschüttungen unmöglich machen würde.

Zudem ist bemerkenswert: Das Gesetz hat dabei nicht den Bestand der Gesellschaft für die Ewigkeit, sondern nur für einen „übersehbaren“, also nicht unbedingt „nachhaltigen“ Zeitraum im Blick, für den im Schrifttum, ausgehend von der Erkenntnis, dass der Gesetzgeber mit dem Merkmal „übersehbar“ den zeitlichen Rahmen weiter ziehen wollte, als es das Reichsgericht in

97 Hierzu Reiner (Fn. 79), S. 60 ff.; aus der Rechtsprechung z. B. OLG Nürnberg, 9. 7. 2008 – 12 U 690/07, DB 2008, 2415; siehe auch LG Frankfurt a. M., 10. 12. 2007 – 3-5 O 141/07 u. a., AG 2008, 300 (Altana/Zapf) (juris-Rn. 15): Wie sich aus der Rechtssystematik der §§ 58, 254 AktG ergebe, gehe „das Gesetz davon aus, dass Aktionäre grundsätzlich einen Anspruch auf die höchstmögliche Gewinnausschüttung“ hätten.

seinem Urteil vom 11. 2. 1927 mit dem Merkmal „nächste Zukunft“ getan hat,⁹⁸ als Anhaltspunkt der Zeitraum von fünf Jahren genannt wird.⁹⁹

Und außerdem fällt auf: Die entsprechende Anfechtbarkeit eines Gewinnausschüttungsbeschlusses für den umgekehrten Fall, dass eine Thesaurierung „bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung“ notwendig gewesen wäre, ist im Gesetz offenbar nicht vorgesehen. Grenzen (für die Gesellschafter bzw. für den Vorstand) dürften sich insofern allenfalls aus den allgemeinen, mittlerweile auf § 826 BGB gestützten Grundsätzen der Existenzvernichtungshaftung¹⁰⁰ sowie aus der Insolvenzverursachungshaftung des Vorstands gemäß den §§ 92 Abs. 2 Satz 3, 93 Abs. 3 Nr. 6 AktG ergeben.

Auch wenn die Vorschrift des § 254 AktG (i.V.m. § 58 Abs. 3 AktG) nur die Gewinnverwendung, nicht aber die Gewinnerzielung und – entsprechend ihrem Charakter als Anfechtungsvorschrift – auch nur die Willensbildung der Hauptversammlung,¹⁰¹ nicht aber diejenige des Vorstands betrifft, bringt sie doch eine Wertung zum Ausdruck, die auch an anderen Stellen des Aktienrechts, namentlich in den §§ 60 Abs. 2 und 113 Abs. 3 AktG,¹⁰² durchscheint: Der Aktionär kann, soweit er seine Einlage geleistet hat, grundsätzlich erwarten, dass ihm eine Dividende von mindestens vier Prozent ausgeschüttet wird, und zwar unabhängig davon, wie hoch die Eigenkapitalrendite ist.

Diese Erwartung prägt auch die Pflichtbindung des Vorstands. Und der Vorstand, der – gemeinsam mit dem Aufsichtsrat – bei der Feststellung des Jahresabschlusses ohne gesetzliche oder satzungsmäßige Verpflichtung freiwillig und ohne kaufmännische Notwendigkeit einen so großen Teil des Jahresabschlusses in Rücklagen einstellt, dass der verbleibende Bilanzgewinn nicht mehr für die Mindestdividende ausreicht, überschreitet konsequenter-

98 RG, 11. 2. 1927 – II 94/26, RGZ 116, 119, 133, zur Zulässigkeit stiller Reserven: „insoweit ... zulässig, als sie ... notwendig sind, um das Unternehmen für die nächste Zukunft, d.h. etwa für die nächsten 2 Jahre, lebens- und widerstandsfähig zu erhalten“.

99 Z.B. *Stilz*, in: Spindler/Stilz, AktG (Fn. 4), § 254 Rn. 12: „Gegen einen Zeitraum von etwa fünf Jahren als Anhaltswert“ sei „nichts einzuwenden“; *Hüffer*, in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl. 2011, § 254 Rn. 16 (fünf Jahre als „Obergrenze“); *Schwab*, in: Schmidt/Lutter, AktG (Fn. 58), § 254 Rn. 5 („maximal fünf Jahre“).

100 Grundlegend BGH, 16. 7. 2007 – II ZR 3/04, BGHZ 173, 246 (Trihotel) (für die GmbH); hierzu *Reiner*, WuB II.C. § 13 GmbHG 1.08, S. 201–204.

101 Die Vorschrift soll nicht anwendbar sein, wenn die Hauptversammlung per satzungsänderndem Beschluss Vorstand und Aufsichtsrat zu erhöhter Rücklagenbildung im Sinne des § 58 Abs. 2 S. 2 AktG ermächtigt (*Hüffer*, AktG [Fn. 8], § 254 Rn. 1 (unter Verweis auf die „zutr. h.M.“).

102 Aus § 113 Abs. 3 AktG ergibt sich, dass keine dividendenabhängige Tantieme an Aufsichtsratsmitglieder gezahlt werden darf, wenn die verbleibende Aktionärsdividende weniger als 4 % betragen würde (vgl. *Hoffmann-Becking*, Rechtliche Anmerkungen zur Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung, ZHR 169 [2005], 155, 174 ff., 175).

weise den Ermessensspielraum, den ihm das Gesetz in § 58 Abs. 2 AktG gewährt. Der festgestellte Jahresabschluss ist dann nach § 256 Abs. 1 Nr. 4 AktG nichtig. *So weit* könnte man tatsächlich gehen. Zwar dient § 254 AktG ausweislich der Gesetzesmaterialien dem Schutz der Minderheit vor („krassen“) Fällen, in denen „die Mehrheit auch die geringste Ausschüttung verweigert, obwohl die Gesellschaft bereits ausreichende Rücklagen besitzt“.¹⁰³ Dieser Normzweck würde aber aufgrund der Nähe des Hauptaktionärs zu der Verwaltung allzu leicht umgangen werden können, wenn der Thesaurierung durch die Verwaltung keine entsprechenden Grenzen gesetzt würden.

Wenn jedoch die Vier-Prozent-Regel auf den Vorstand durchschlägt, kann sie – soll sie wirkungsvoll sein – nicht auf der Stufe des Bilanzgewinns, d.h. bei der Feststellung des Jahresabschlusses, haltmachen, sondern muss auch den Jahresüberschuss als Ausgangspunkt des Bilanzgewinns erfassen. Der Vorstand hat also auf einen Jahresüberschuss hinzuwirken, der eine jährliche Ausschüttung von mindestens vier Prozent ermöglicht.

Außer Betracht lasse ich hier die Liquidationsregelung (§ 271 AktG), wonach nach Beendigung der Gesellschaft durch Zeitablauf oder Auflösungsbeschluss das verbleibende Vermögen unter die Aktionäre zu verteilen ist. Zumindest bei Gesellschaften mit unbestimmter Dauer lässt sich daraus keine Rechtspflicht zur Maximierung der zukünftigen Liquidationserlöse ableiten, denn die Liquidation erfordert mit dem Auflösungsbeschluss zunächst eine vorausgehende Änderung des Gesellschaftszwecks. Dort endet die Reichweite des ursprünglichen Zwecks.

Die Maximierung des *Unternehmenswerts* für sich genommen, zumal wenn er nach den unsicheren zukunftsorientierten Methoden des Shareholder Value ermittelt wird und sich nicht unbedingt in gegenwärtigen oder zukünftigen Jahresüberschüssen niederschlägt, ist demgegenüber kein Ziel, das in der gesetzestypischen Aktiengesellschaft aus dem Gesellschaftszweck der Gewinnmaximierung ableitbar wäre.¹⁰⁴ Nicht selten aber und im Einzelnen abhängig von den verwendeten Maßstäben zur Unternehmensbewertung werden Steigerungen des Unternehmenswertes auch dem – gemäß den geltenden aktien- und handelsrechtlichen Grundsätzen zu ermittelnden – ausschüttbaren¹⁰⁵ Jahresüberschuss bzw. Bilanzgewinn zugute kommen.

103 Begr. RegE AktG 1965, BT-Drucks. 4/171, abgedruckt bei *Kropff*, Textausgabe Aktiengesetz, 1965, S. 340.

104 Insofern im Ergebnis ähnlich (freilich mit anderer, der Kapitalmarkttheorie entlehnter Begründung) *Mülbart* (Fn. 23), S. 421, 427: Die „Maximierung des im Börsenkurs ausgedrückten Marktwertes“ sei „keinesfalls gleichbedeutend mit einer maximalen Mehrung des Gesellschaftsvermögens“.

105 Zur durch das BilMoG gestiegenen Bedeutung außerbilanzieller Ausschüttungssperren siehe z.B. *Kropff*, Gesellschaftsrechtliche Auswirkungen der Ausschüttungssperre in § 268 Abs. 8 HGB, in: FS für Uwe Hüffer, 2010, S. 540 ff.

Also ist als Zwischenergebnis festzuhalten: Zweck der Aktiengesellschaft ist die Erzeugung ausschüttbarer (und auszuschüttender) Gewinne, und zwar mindestens vier Prozent jährlich. Der Vorstand hat seine Bemühungen darauf zu konzentrieren, hierfür die Voraussetzungen durch Erzeugung entsprechender bilanzieller Jahresüberschüsse und Bilanzgewinne zu schaffen.

cc) Zeitlicher Horizont und Nachhaltigkeit

Es bleibt noch eine wichtige Frage, nämlich die nach der zeitlichen Struktur der anzustrebenden Jahresüberschüsse und Bilanzgewinne. Die jährliche Vier-Prozent-Dividende ist über die gesamte Lebensdauer der Gesellschaft zu erwirtschaften. Wenn die Gesellschaft wie meistens auf unbestimmte Zeit gegründet ist, hat der Vorstand also dafür Sorge zu tragen, dass die Gesellschaft diese Dividende *dauerhaft* – man könnte auch sagen: „nachhaltig“ – ausschütten kann; die Verwirklichung dieses Ziels schützt zugleich den *Bestand* der Gesellschaft. Sofern der Vorstand aufgrund seiner vernünftigen kaufmännischen Beurteilung zu der Einsicht gelangt, dass zur Sicherstellung der dauerhaften Vier-Prozent-Dividende Investitionen erforderlich sind, die deren Auszahlung *vorübergehend* unmöglich machen, darf er diesen Weg gehen. Dem Gesetz ist kein Vorrang der gegenwärtigen vor der zukünftigen Mindestrendite zu entnehmen.

Entsprechend seinem Auftrag zur Gewinnmaximierung darf der Vorstand bei der Mindestrendite aber nicht halt machen. Für die Maximierung der Gewinne, die über die Vier-Prozent-Grenze hinausgehen, stellt sich daher die weitere Frage, ob insoweit eine Lebenszeitbetrachtung unter Berücksichtigung von Zinseffekten anzustellen ist. Das kann schon deshalb nicht sein, weil sich in fernerer Zukunft – nach gängiger Meinung in mehr als fünf Jahren – liegende Gewinne nicht seriös vorhersehen lassen und weil die Dauer des Lebens der Gesellschaft aus der *ex ante*-Sicht in der Regel ungewiss ist. Die *ex ante*-Betrachtung ist maßgeblich, weil schon zum Zeitpunkt der einzelnen Geschäftsführungsmaßnahmen gesagt werden muss, ob sie rechtmäßig sind. Ungewiss aus Sicht des Vorstands ist darüber hinaus das zukünftige Ausschüttungsverhalten der Hauptversammlung, die im Bereich oberhalb der vier Prozent den Vorschlägen der Verwaltung keineswegs zu folgen braucht. Kommt es also darauf an, in jedem Jahr so viele über vier Prozent hinausgehende Gewinne zu machen wie möglich? Hierfür gibt es keine Anhaltspunkte im Gesetz. Im Gegenteil: Regelmäßig dürfte sich dieses Ziel bereits an dem gesetzlichen Ziel einer dauerhaften Vier-Prozent-Dividende stoßen, das, wie schon gesagt, Investitionen und damit den temporären Verzicht auf Gewinne erforderlich machen kann.

Es liegt also – das ist nicht überraschend – im Ermessen des Vorstands, zu entscheiden, wie er die angestrebten Gewinne auf der Zeitachse verteilt. Jedenfalls dürfte eine konservative Strategie, die auf eine Maximierung der gegenwärtig erzielbaren Gewinne zugunsten der langfristigen Ertragsstärkung und Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens verzichtet, grundsätzlich dem

„Gesellschaftsinteresse“ entsprechen.¹⁰⁶ Umgekehrt dürfte auch eine kurzfristige Strategie zulässig sein, bei der der Vorstand etwa kurzfristig hohe Gewinne anstrebt und dafür mittelfristig lediglich die Mindestdividende in Kauf nimmt – jedenfalls wenn ihm dies im überschaubaren Prognosebereich mit dem Ziel der Gewinnmaximierung vereinbar erscheint.¹⁰⁷

Die jüngsten Ergänzungen des AktG im Bereich der Vorstandsvergütung dürften an dieser Einschätzung nichts ändern. Die obligatorische Ausrichtung der Vergütungsstruktur auf eine „nachhaltige Unternehmensentwicklung“ bei börsennotierten Gesellschaften (§ 87 Abs. 1 Satz 2 AktG) kann nicht bedeuten, dass der unternehmerische Ermessensspielraum des Vorstands bei der Konkretisierung seines Auftrags zur Gewinnmaximierung beschnitten werden soll. Die Absicht, den Unternehmen Erfolgsziele bestimmter Art vorzuschreiben bzw. die bisherige Rechtslage in Bezug auf den Kreis zulässiger oder gebotener Erfolgsziele zu verändern, ist dem Gesetz nicht zu entnehmen (siehe hierzu bereits oben III.2.b). Es geht um die Nachhaltigkeit (Dauerhaftigkeit) des *jeweils* festgelegten und vergüteten Erfolgs, so dass man aus § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG keine neuen Anforderungen an die Strategie ableiten kann. Ansatzpunkt dieser Vorschrift ist die Motivierung des Vorstands zu pflichtgemäßem (gesetzes- und satzungskonformen) Verhalten, nicht die Veränderung seiner Pflichtbindung.

V. Ergebnis

1. Eine aktienrechtliche Pflicht zu einer sozialverträglichen Geschäftspolitik im Sinne des allgemeinen Nachhaltigkeitskonzepts besteht nicht. Die Ausrichtung der Geschäftsleitung an einzelnen Grundgedanken des Nachhaltigkeitskonzepts ist jedoch zulässig, soweit sie – etwa durch den damit verbundenen Imagegewinn – wenigstens indirekt der Gewinnmaximierung dient.

¹⁰⁶ Insofern ähnlich Begr. RegE UMAG, BT-Drucks. 15/5092 vom 14. 3. 2005, S. 11: Ein „Handeln zum Wohle der Gesellschaft“ (im Sinne des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG) liege „jedenfalls vor, wenn es der langfristigen Ertragsstärkung und Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens und seiner Produkte oder Dienstleistungen“ diene. Kritisch *Gebh/Heckelmann*, Haftungsfreistellung von Vorständen, ZRP 2005, 145, 147: Mit „solchen Festlegungen“ sollte der RegE „vorsichtig“ sein. Bei „Gesellschaften mit Liquiditätsgapen“ könne „ein Handeln gegen langfristige Ziele geboten sein“. Das ist aber wohl eher ein Scheinproblem, denn auch, wer auf langfristige Ziele fixiert ist, muss kurzfristige Liquiditätsgapen beseitigen, um eine Zahlungsunfähigkeit (§ 17 InsO) zu vermeiden.

¹⁰⁷ Im Ergebnis (speziell mit Blick auf die Begr. RegE UMAG [Fn. 106]) auch *Gebh/Heckelmann* (Fn. 106), ZRP 2005, 145, 149: Aus der Gesetzesbegründung könne „kein Nachhaltigkeitsgebot in der Weise abgeleitet werden, dass auf den kurzfristigen Erfolg angelegte Maßnahmen generell aus dem Rahmen der Business Judgment Rule“ fielen.

2. Einziger Zweck der gesetzestypischen Aktiengesellschaft ist nämlich die Erzeugung ausschüttbarer und in Höhe von jährlich vier Prozent des Grundkapitals grundsätzlich auch auszuschüttender Gewinne. Der Vorstand hat seine Bemühungen darauf zu konzentrieren, durch Erzeugung entsprechender bilanzieller Jahresüberschüsse und Bilanzgewinne hierfür die Voraussetzungen zu schaffen. Nur insofern könnte man von einer Pflicht zu nachhaltiger Geschäftspolitik sprechen. Soweit sie über das Mindestmaß von vier Prozent hinausgehen, bleibt die zeitliche Struktur der anzustrebenden Gewinne dem Ermessen des Vorstands überlassen.

3. Auch der Shareholder-Value-Ansatz, der auf die ständige Steigerung des Ertragswerts des Unternehmens gerichtet ist, widerspricht dem rechtlichen Ziel der Maximierung des ausschüttbaren Bilanzgewinns nicht *per se*. Ein und dieselbe Maßnahme der Geschäftspolitik kann auf lange Sicht sowohl den Shareholder Value als auch das bilanzielle Gesellschaftsvermögen und damit die Gewinnausschüttungen optimal fördern. Dennoch verbleiben wichtige Unterschiede, die Zielkonflikte verursachen können.

Ein Unterschied betrifft den Gegenstand der Maximierung. Zur Förderung des Verbandszwecks muss der Vorstand den Bilanzgewinn und damit auch die bilanziellen Jahresüberschüsse im Auge behalten. Entscheidend hierfür ist der Substanzwert des Gesellschaftsvermögens, und zwar zu HGB-Buchwerten. Beim Shareholder Value liegt das Augenmerk dagegen auf dem bilanzunabhängigen Gegenwartswert sämtlicher geschätzter zukünftiger Zahlungsstromüberschüsse aus der Geschäftstätigkeit des Unternehmens. Dies kann sich beispielsweise bei der Beurteilung von Investitionen auswirken.

Wesentlich deutlicher noch ist der Konflikt zwischen dem aktienrechtlichen Ziel der gesellschaftsinternen Eigenkapitalrentabilität und dem Shareholder-Value-Ansatz in seiner radikalen Spielart – der Maximierung der individuellen Aktionärsrendite ungeachtet der Gesellschaftsrendite. Die Maximierung des Börsenkurses ist aus der Sicht des Aktienrechts kein Selbstzweck. Der Vorstand, der es mit alleinigem Blick auf den Börsenkurs versäumt, ausschüttbare Gewinne zu generieren, handelt – zumindest langfristig betrachtet – pflichtwidrig.

Ein weiterer Unterschied betrifft die zeitliche Struktur des Maximierungsgebots: Während es nach dem Verbandszweck ausreicht zu versuchen, nach besten Kräften auf möglichst hohem Niveau Jahresüberschüsse von mindestens vier Prozent des Grundkapitals zu erwirtschaften, verlangt der Shareholder-Value-Ansatz eine kontinuierliche Steigerung der Ertragsaussichten. Die Vier-Prozent-Regel passt auch deswegen nicht zum Shareholder-Value-Gedanken, weil dieser Ausschüttungen verbietet, wenn die Eigenkapitalrendite höher ist als die Marktrendite.