

Gut Ding will Weile haben

Good Corporate Governance in der Schweiz – Was sich in 25 Jahren verändert hat und was nicht

RALPH STADLER

Vor 25 Jahren war Good Corporate Governance in der schweizerischen Unternehmenslandschaft noch nicht thematisiert. Die Beziehungen zwischen Aktionären und Managern von Publikumsgesellschaften wurden in der Regel durch ein fein austariertes Netzwerk bestimmt. Das Verständnis, dass die Aktionäre die Eigentümer eines Unternehmens sind, war unterentwickelt.

Auch wenn seit 1985 in rechtlicher und regulatorischer Hinsicht viel getan und das Thema akademisch intensiv bearbeitet worden ist, hat sich in tatsächlicher Hinsicht nicht viel verändert, lediglich in formeller, wobei es auch zu Auswüchsen gekommen ist, wie dem Umfang der heutigen Geschäftsberichte. Die ersten wichtigen Anstösse zu einer Verbesserung der Stellung der Aktionäre kamen in den Neunzigerjahren von aktiven Aktionären.

Aktienrecht...

Auf gesetzlicher Ebene brachte die Aktienrechtsreform 1991 einen gewissen Fortschritt. Entsprechend den Zielen der Reform (Erhöhung der Transparenz, Verstärkung des Aktionärsschutzes, Verbesserung von Struktur und Funktion der Organe, Erleichterung der Kapitalbeschaffung und Verhinderung von Missbräuchen) wurden die rechtlichen Grundlagen für eine Good Corporate Governance geschaffen.

Es genügt aber nicht, für entsprechende rechtliche Rahmenbedingungen zu sorgen. In der Praxis haben Gerichte und Behörden durch ihre Auslegung des Obligationenrechts die Möglichkeit der Aktionäre, die ihnen kraft Gesetz zustehenden Rechte wahrzunehmen, bisher leider stark eingeschränkt. So sind beispielsweise die Vorschriften zur Sonderprüfung totter Buchstabe geblieben.

Basierend auf den Anfang der Neunzigerjahre besonders in den angelsächsischen Ländern entwickelten Corporate Governance Codes erarbeitete Economieuisse auch für die Schweiz einen Code of Best Practice für Corporate Governance. Der Swiss Code, der 2002 in Kraft trat und 2007 aktualisiert wurde, brachte allerdings keine Fortschritte. Da er zudem lediglich Empfehlungen enthält, ist er für die Marktteilnehmer nicht bindend.

...und Selbstregulierung

Verbindliche Vorschriften für schweizerische Publikumsgesellschaften hat hingegen – ebenfalls 2002 – die SIX Swiss Exchange nicht zuletzt auf Druck der damaligen EBK (heute Finma) erlassen. Die Corporate-Governance-Richtlinie sorgte für eine bessere Information der Anleger, vor allem was die Entschädigung und die Beteiligung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung anbelangt, und brachte die schweizerischen Vorschriften auf den europäischen Standard.

Heute bilden die gesetzlichen und regulatorischen Regelwerke nur bedingt eine Grundlage für eine durchsetzbare Good Corporate Governance. Es liegt in der Natur der Sache, dass die Macht des Managements bei einem breit gestreuten Aktionariat kaum wirksam eingeschränkt werden kann. Und für den «schlimmsten» Fall haben in der Schweiz auch grosse Publikumsgesellschaften noch Stimmrechtsbeschränkungen (Nestlé 5%, Novartis und Baloise 2%).

Allerdings ist in den letzten Jahren die Zuweisung der Verantwortlichkeit für ein Unternehmen klarer geworden: Die Verwaltungsräte sind kleiner, und Ausschüsse tragen die Verantwortung für genau bestimmte Bereiche. Zudem ist heute eine globale Wahl der Mitglieder des Verwaltungsrats nicht mehr vorstellbar.

SERIE TEIL 1/8

Im Mai 1985 gründete Martin Ebner die BZ Bank Zürich und machte sich fortan einen Namen als aktiver Investor und Kämpfer für die Aktie als Volksanlage. Zum 25-Jahr-Jubiläum äussern sich Vertreter der Bank, die seit 1997 in Wilen (Kt. Schwyz) ansässig ist, einmal pro Monat zu Trends, Themen und Fakten aus zweieinhalb Jahrzehnten Schweizer Finanzgeschichte. Ihre Meinung muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.

Negative Begleiterscheinungen besonders bei mittleren und kleineren Publikumsgesellschaften haben die Offenlegungsvorschriften des Börsenrechts mit sich gebracht. Sie, wie auch die Berichtserstattung in den Medien, halten speziell Pensionskassen davon ab, mehr als 3% in ein Unternehmen zu investieren.

Eine Frage der Gewichtung

Dass so das Gleichgewicht der Kräfte zwischen Eigentümern und Managern gestört wird, ist das eine. Volkswirtschaftlich gravierender ist, dass dadurch die Wettbewerbsfähigkeit von kleineren und mittleren Unternehmen massiv eingeschränkt wird, weil die Eigenkapitalkosten unnötig in die Höhe getrieben werden. Bei der Corporate Governance geht es um den Schutz der Eigentumsrechte und damit um eine effiziente Unternehmenskontrolle. Von grosser Bedeutung ist daher die laufende Aktienrechtsrevision. Der vom Bundesrat Ende 2007 vorgelegte Entwurf würde im Bereich Corporate Governance entscheidende Verbesserungen für die Aktionäre und damit den schweizerischen Kapitalmarkt bringen.

Dr. Ralph Stadler, Mitglied der Geschäftsleitung, BZ Bank, Wilen bei Wollerau.

PIRMIN HOTZ

Bonusexzesse – jetzt sind die Anleger gefordert

Hochmarginale Produkte führen zu Interessenskonflikten

Die Finanzkrise hat zwischenzeitlich gewaltige Vermögen vernichtet. Nicht nur Banken und Versicherer, auch viele private Anleger sind von den einst als Wundermittel angepriesenen Finanzinnovationen wie Hedge Funds, strukturierten Produkten oder Private Equity schwer getroffen worden. Nicht wenige dieser Investoren sind aufgrund von intransparenten und oft illiquiden Anlagen an den Rand ihrer Existenzfähigkeit gedrängt worden. Es ist deshalb mehr als erstaunlich, dass sich die Finanzbranche noch immer weigert, die Lehren aus der Krise zu ziehen.

Hochrangige Banker sprechen nach wie vor von hohen, markunabhängigen, absoluten Renditen und drängen ihre Berater, die längst zu Verkäufern mutiert sind, zum Verkauf komplexer und margenträchtiger Produkte. Aufgrund von vermeintlichen Marktineffizienzen würden ihre Talente mit solchen konstruierten Informationsvorteilen profitabel nutzen, lautet fast einhellige der Tenor. Das mag für Käufer solcher Produkte, die in jüngerer Vergangenheit oft hohe Verluste erlitten haben, fast schon zynisch klingen, weil auch die gelobten Berater die Krise nicht vorausgesehen haben.

Die nicht nur wegen Lehman in Verruf geratenen Struktis erleben eine erstaunliche Wiedergeburt. Die Anleger scheinen vergessen zu haben, dass manche dieser mit hohen Coupons versehenen Konstrukte in der Baisse wegen komplexer Rückzahlungsmodalitäten eine Risikobombe waren. Darüber hinaus befinden sich die Verkäufer von hochmarginigen Produkten in einem steten Interessenskonflikt. Die Verlockung, die vorgegebenen Bonusziele den Kundeninteressen zuzuordnen, ist gross.

Zurück zur Basis

Es ist Zeit, dass die Kunden realitätsfremden Versprechungen ihrer Berater kritisch begegnen. So ist es eine Tatsache, dass die Informationsgeschwindigkeit und -dichte in den relevanten und liquiden Finanzmärkten weiter gestiegen ist. Systematisch erfolgreiche Prognosen zu stellen, ist für die meisten Akteure Wunschenken und somit eine Illusion. Es genügt ein regelmässiger Blick auf die Renditeergebnisse von Fondsmanagern. Kaum einer schafft es auf Dauer, nach Kosten einen relevanten Index zu schlagen.

Noch frapperanter ist der Unterschied zwischen Anspruch und Wirklichkeit bei Alternativenanlagen wie Hedge Funds. Zwar proklamieren kaum nachvollziehbare Indexberechnungen für das vergangene Jahr Renditen von hohen 11 bis 19% und damit eine Renaissance der in der Krise entzauberten Branche. Sie kontrastieren allerdings scharf mit den bescheidenen Resultaten von in der Schweiz gehandelten Funds of Hedge Funds, die 2009 risikobereinigt und besonders im Vergleich mit Aktien einen enttäuschenden Ertrag von durchschnittlich weniger als 6% abgeworfen haben. Massive Gebühren fressen die vermeintlich guten Ergebnisse der «Talente» offensichtlich weg. Für Vermögensverwalter, die in der Vergangenheit Mar-

gen von gegen 150 Basispunkten anvisiert und erzielt haben, wird die Beute in Zukunft weniger nahrhaft sein. Aufmerksame Investoren werden aufgrund der Erfahrung in der Finanzkrise nur noch Anlagen wählen und auf Instrumente setzen, die sie verstehen.

Der Kunde entscheidet

Überhaupt ist im Zusammenhang mit den heftig kritisierten Bonusexzessen die Macht der Anleger viel zu wenig angesprochen worden. Überhöhte Boni werden nicht zuletzt durch naive und gierige Investoren finanziert. Es liegt nicht nur an den Aktionären und noch weniger an den Regulatorbehörden, das Heft in die Hand zu nehmen. Sie werden auch die nächste Krise nicht verhindern können. Wenn aber die Anleger hochmarginale und intransparente Produkte ablehnen, die ihnen von Beratern zum Kauf angeboten werden und die sie selbst oft gar nicht verstehen, erledigt sich die Problematik der überhöhten Boni in Banken fast wie von allein. Man kann nicht gegen zu hohe Vergütungen bestimmter Finanzhäuser wettern und gleichzeitig völlig überbeuerte Funds of Hedge Funds kaufen.

Banken und Vermögensverwalter ihrerseits müssen sich den veränderten Rahmenbedingungen anpassen. Kurzfristige, transaktionsintensive Strategien sollten sie genauso meiden wie Produkte, die für den Anbieter zwar lukrativ, für den Anleger aber intransparent und oft riskant sind und selten halten, was sie versprechen.

Modetrends negieren

Die Exponenten der Finanzbranche müssen sowohl in ihren Versprechen gegenüber den Kunden wie in Bezug auf ihre eigenen Ertrags- und Bonusziele bescheidener werden. Das langfristige Engagement in qualitativ gute Obligationen, Aktien und allenfalls in kostengünstige ETF mag unspektakulär und für die Vermögensverwalter kurzfristig weniger lukrativ sein. Auf Dauer ist es aber ehrlich und für den Kunden nachhaltig.

Langfristig investieren heisst auch nicht – obschon von Kritikern immer wieder behauptet – eine Tendenz zu Passivität oder ein naives Buy and Hold in der Anlagestrategie. Die Evaluation der Risikofähigkeit des Kunden, die sinnvolle Strukturierung seines Vermögens auf die verschiedenen Anlagekategorien, die ständige Überwachung der Qualität des Portfolios sowie je nach Situation eine antizyklische Anlagepolitik sind ein dauernder, aktiver Prozess.

Die Simplizität in der Vermögensverwaltung ist ein Erfolgsrezept, das in einer trendigen Finanzwelt Standfestigkeit und Bescheidenheit erfordert – die in der Praxis aber leider dünn gesäte Eigenschaften sind. Wenn die Finanzdienstleister nicht lernen, langfristig zu denken und den Kunden in den Mittelpunkt ihrer Bemühungen zu stellen, ist die nächste Krise nur eine Frage der Zeit.

Dr. oec. HSG Pirmin Hotz ist Inhaber der gleichnamigen, auf Vermögensverwaltung spezialisierten Gesellschaft in Baar.

Leserbrief

Die Boni bändigen

Der Versuch der politischen Parteien, ein mehrheitsfähiges Rezept für die Bändigung der Boni zu finden, ohne die Handlungsfähigkeit der international tätigen Unternehmen über Gebühr einzuschränken, blieb bisher erfolglos. Dabei besteht Einigkeit, dass die von einigen Schweizer Gesellschaften bezahlten oder versprochenen Boni unsittlich und treuwidrig sind. Angestellte und Organe sind der Gesellschaft zur Treue und zur getreuen Geschäftsführung verpflichtet. Diese Treuepflicht wird verletzt, wenn sich Spitzenmanager einen substanziellen Teil des Betriebsgewinns zuschanzen und den Verlust den Aktionären überlassen.

Abhilfe tut not. Dazu sind drei Massnahmen notwendig:

1. Der Führung eines Unternehmens ist die Kompetenz zur Ausrichtung von Entschädigungen, die eine bestimmte Grenze übersteigen, zu entziehen.

2. Die Position der Aktionäre in der Festsetzung von hohen Entschädigungen und Boni ist zu stärken.

3. Der Fiskus und damit die Gesamtheit der Bevölkerung ist an übermässig hohen Entschädigungen und Boni zu beteiligen.

Eine Regelung auf Verfassungsstufe braucht mindestens fünf Jahre, bis sie wirksam wird. Eine Sondersteuer auf Boni lässt Bonusempfänger, die im Ausland wohnen, kalt. Eine Quellensteuer gerät leicht mit der Steuerhoheit der Kantone und den Doppelbesteuerungsabkommen in Konflikt. Die Bändigung der Boni und deren fiskalische Erfassung kann jedoch relativ einfach durch die Ergänzung von zwei Bestimmungen des Obligationenrechts erreicht werden:

Artikel 677 ist unter dem erweiterten Titel «Tantiemen und Management-Entschädigungen» um zwei Absätze zu ergänzen. Ein neuer Absatz 2 soll vorschreiben, dass Entschädigungen, soweit sie pro Jahr – unter Einschluss des Mehrwerts von Boni früherer Jahre, die im Laufe des Jahres fällig werden – einen gewissen Betrag übersteigen, nicht zu den geschäftsmässig begründeten Aufwendungen gehören, sondern dem Jahresgewinn zugerechnet

werden und den entsprechenden Bestimmungen unterstehen. Ein Absatz 3 soll vorschreiben, dass variable Entschädigungen, soweit sie einen bestimmten Prozentsatz des Jahresgewinns übersteigen, ebenfalls nicht zu den geschäftsmässig begründeten Aufwendungen gehören und den Bestimmungen über die Gewinnausschüttung unterliegen.

Artikel 704 Absatz 1 sieht für wichtige Beschlüsse ein qualifiziertes Zweidrittelsmehr der Aktionäre vor. Gewinnausschüttungen in Form von hohen Entschädigungen und Boni gemäss den neuen Absätzen 2 und 3 von Artikel 677 sind – in einer eingefügten Ziffer 6a – ebenfalls diesem qualifizierten Mehr zu unterstellen. Eine solche Regelung ist besonders notwendig, solange das Depotstimmrecht besteht (Artikel 689 d Absatz 2 OR), das den Banken erlaubt, auch ohne Auftrag das Stimmrecht der bei ihnen im Depot liegenden Aktien von Kunden zu ihren Gunsten auszuüben, und sie damit in die Lage versetzt, die Willensbildung der Aktionäre zu verfälschen.

DR. MARTIN J. LUTZ Rechtsanwalt, Zürich

Up and Down



©Horsch

www.horschcartoons.de

Krise fördert Kreativität

Vernon-Smith-Preis für ideenreiche Lösungen in anspruchsvoller Zeit

Der in Vaduz ansässige Think Tank European Center for Austrian Economics Foundation (ECAEF) hat zum zweiten Mal junge Studierende eingeladen, sich mit einem Essay um den Vernon Smith Prize zu bewerben. Der Preis im Gesamtwert von 8500€ ist benannt nach dem Nobelpreisträger und führenden Vertreter der Österreichischen Schule der Nationalökonomie. Leitgedanke der diesjährigen Aufgabe war ein Zitat des 1950 verstorbenen österreichisch-amerikanischen Ökonomen Joseph A. Schumpeter über die kreative Zerstörung des Kapitalismus.

Das Thema könnte im derzeit schwierigen Umfeld aktueller nicht sein. Spannend war denn auch der Ausgang des

Wettbewerbs, zu dem über siebzig Arbeiten eingesandt wurden. Die drei Preisträger entwickelten zu unterschiedlichen Aspekten bemerkenswerte Erkenntnisse und Ideen über Veränderungen in Unternehmen und Märkten. Der erste Preis ging an Tyler Watts aus den USA («Unternehmerische externe Effekte»), Silber an Luciana L. N. Braga aus Brasilien («Veränderung und Handlung – Konsequenzen für den Marktprozess») und Bronze an Juan Ramon Rallo aus Spanien («Über Zerstörung und Wiederherstellung der Kapitalstruktur»).

Der 3. Vernon Smith Prize wird im Sommer ausgeschrieben. Details finden Interessierte unter www.ecaef.li. **HF**