

Finanzkolloquium: Die Bedingungen für einen Interessenausgleich von Unternehmensleitung, Aktionären und Finanzintermediären in der Schweiz

Mit der Einführung eines Übernahmekodexes, einer Insiderstrafnorm, des neuen Aktienrechts sowie dem Vorschlag für ein eidgenössisches Börsengesetz und für neue Zulassungskriterien haben sich die Rahmenbedingungen für den Ausgleich der Interessen von Aktionären, Unternehmensleitungen und Finanzintermediären stark gewandelt. Anlässlich des 2. Finanzkolloquiums 1992 der Schweizerischen Vereinigung für Finanzanalyse und Vermögensverwaltung wurde versucht, aus der Sicht der involvierten Interessengruppen sowie mittels einer anschliessenden Diskussion eine Standortbestimmung vorzunehmen. Diese soll im vorliegenden Beitrag dargestellt werden.

Abschnitt 1 (von Jürg Erismann) erläutert die Sichtweise der Unternehmen, Abschnitt 2 (von Kurt Schiltknecht) diejenige der Aktionäre. Im 3. Abschnitt (von Kaspar Müller) wird auf die Interessen und den -ausgleich der verschiedenen Anspruchsgruppen genauer eingegangen und Abschnitt 4 (von Thomas Lips) fasst schliesslich die Diskussion zusammen.

* Am 10. Dezember fand in Zürich das 2. Finanzkolloquium der Schweizerischen Vereinigung für Finanzanalyse und Vermögensverwaltung statt. Der vorliegende Artikel fasst die wichtigsten Punkte der einzelnen Referate zusammen.

1. Die Pflege der Aktionäre aus Sicht der Unternehmen

Erlauben Sie mir als Einführung einige kritische bis zynische Bemerkungen:

Fast alle börsenkotierten Unternehmen in der Schweiz sind sich einig, dass ihre Aktien von der Börse unverständlicherweise zu tief bewertet werden! Die Gründe dafür lagen bis vor kurzem ganz klar in der Ineffizienz der Schweizer Börse, der nicht immer ganz überzeugenden Qualität und vielleicht auch Quantität hiesiger Finanzanalysten aber auch bei naiven, meist ohne Weitsicht handelnden Investoren. Obschon aufgrund komfortabler Eigenfinanzierung für die nächsten 5-10 Jahre, vielleicht auch länger, kein grösserer Kapitalbedarf anstehen dürfte, aber auch in Erwartung der rasanten und ausgewogenen Überarbeitung des Aktienrechtes, welches schliesslich per 1.7.92 das Licht der Welt erblickte, haben viele Unternehmen beschlossen, ihre Aktionäre noch mehr verwöhnen zu wollen. Es scheint heute der sehnlichste Wunsch eines jeden VR-Präsidenten zu sein, möglichst rasch von der Muss-Ehe (mit dem Aktionär) über die Vernunft-Ehe zu einer echten, lange dauernden Liebes-Ehe zu gelangen.

Wiederum ergriffen die Unternehmen, sozusagen als heiratswillige Braut, die Initiative um mit tiefe

Einblicke während dem Décolté und transparenter Robe auf den erwartungsvollen Bräutigam, oder eben Aktionär, zu zugehen.

Wie die Schweizerischen Finanzanalysten, als professionelle Heiratsvermittler, in Ihrem Jahresbericht eingestehen, gehen die heutigen Durchblicke und Transparenz soweit, dass Konflikte mit dem Ethikkodex nicht mehr ganz ausgeschlossen werden können. Andererseits ist es auch uns verständlich, dass man leider heute mit hochgeschlossenem, einfarbigem, handgestricktem Wollkleid an einer internationalen Schönheitskonkurrenz, trotz makelloser Figur, doch eher benachteiligt ist.

Doch die Schweizer Bräute lernen rasch und sind flexibel genug, um sich dem internationalen Modetrend ohne Verzug und vollständig anzupassen, zu unterwerfen oder ihm gar voranzueilen. Dabei ernten sie viele eifersüchtige Blicke seitens der deutschen, italienischen, französischen, aber auch österreichischen Konkurrentinnen.

Trotz EWR-Ablehnung erscheinen in der heutigen Börsen- - oder besser gesagt - Ballsaison manche der soliden Schweizer Bräute mit ihrer noch reichen Mitgift in besonderem Glanze. Es scheint mir eine Frage der Zeit zu sein, bis sie von immer mehr, immer internationaler werdenden Jünglingen und hoffentlich potenten Investoren verstanden und umworben werden.

Vor einem Jahr wurde die Schweizerische Investor Relations Vereinigung (SIRV) gegründet. Heute zählt diese noch junge Vereinigung 22 Mitglieder, was 57 % der schweizerischen Börsenkapitalisierung entspricht. Mitglied werden kann jede börsenkotierte Gesellschaft, die Aktionäre ernst nimmt und welche es sich zum Ziel gesetzt hat, diese Beziehungen weiter zu verbessern. Mit anderen Worten: Es ist der Zweck der SIRV, die Qualität der Beziehungen zu Investoren, Vermögensverwaltern und Analysten zu intensivieren und sich für die Belange der Investor Relations Arbeit einzusetzen. Nach dem ersten Jahr zeigt sich, dass der Start der SIRV (in die richtige Richtung) gut gelungen ist. Trotz grosser Unterschiede von Firma zu Firma, sind viele positive Ansätze und gute Absichten auszumachen. Immer mehr Unternehmen sind be-

reit, für die Aktionärsbeziehungen spezielle Ressourcen zur Verfügung zu stellen. Konsolidierte Jahres- und Halbjahresabschlüsse, Mittelflussrechnungen, Aktionärsbriefe und Gesellschaftsprofile gehören heute bei vielen Unternehmen zum Instrumentarium für eine zeitgemässe Kommunikation mit dem Aktionär. Ziele, Strategien und Zukunftspläne werden heute von manchen Firmen offen dargelegt und erläutert. Zugegeben, wir haben das angelsächsische Niveau noch nicht erreicht, aber wir sind auf der Aufholspur! Ferner ist ein Trend feststellbar, dass immer mehr Firmen ihre Rechnungslegung den EG-Richtlinien oder den IAS angleichen. Dies erhöht die Transparenz und Vergleichbarkeit. Auch das neue Aktienrecht kann trotz all seiner Mängel als Schritt in die richtige Richtung gewertet werden.

Investor Relations oder Aktionärsbeziehungen können mit der Gebrauchsanweisung und der Verpackung eines Produktes verglichen werden. Obschon heute der Präsentation und der Verkaufsstrategie eines Produktes grosse Bedeutung zukommen, müssen natürlich auch Qualität und Preis des Produktes stimmen. Beim qualitativen Vergleich von Aktien nimmt die Eigenmittelrendite oder der "Return on Equity" einen wichtigen Stellenwert ein. Ohne angemessenen "Return on Equity" kann ein Unternehmen nicht erwarten, dass es längerfristig von der Börse, also den Investoren, angemessen bewertet wird. Es ist jedoch Aufgabe dieser Analysten, diese Kennzahl (Return on Equity) zu analysieren und für den Investor zu interpretieren. Auf der Kapitalgeber-Seite zeichnet sich eine Verschiebung vom Individual-Aktionär zu institutionellen Investoren ab. Damit nehmen die Informationsbedürfnisse, die kritische Hinterfragung von Unternehmensentscheiden und der Wunsch nach einem regelmässigen, persönlichen Dialog mit der Geschäftsleitung zu. Die Qualität des Managements, welche nicht einfach zu beurteilen ist, spielt in der Einschätzung zukünftiger Erfolge eine zentrale Rolle. Diese Bedürfnisse sollen unter Respektierung der Insiderregelung und dem Prinzip der Gleichbehandlung aller Aktionäre bestmöglich befriedigt werden. Dabei sollte bei etwaiger Nichtverfügbar-

keit des senior Managements nicht vergessen werden, dass es der wichtigste Auftrag der Geschäftsleitung ist, das Unternehmen zu führen.

Zusammenfassend können klare Zeichen erkannt werden, dass sich die Einstellung vieler Unternehmensleitungen geändert hat. Man empfindet den Aktionär nicht mehr als notwendiges Übel, sondern sucht vermehrt den Dialog und die Partnerschaft. Die Veröffentlichung der Studien der Schweizerischen Vereinigung für Finanzanalyse und Vermögensverwaltung über die Geschäftsberichte und Aktionärsinformation ist eine Messlatte. Hoffentlich wird diese für viele Mitkonkurrenten Ansporn zu Bestleistungen sein und hoffentlich werden die Finanzanalysten trotz EWR-Entscheid auch in Zukunft an die Flexibilität und Innovationskraft der Schweizer Unternehmen glauben.

2. Interessenausgleich zwischen Aktionären und Unternehmensleitungen

Seit dem zweiten Weltkrieg hat sich das Bild des Aktionärs in unserer Gesellschaft nachhaltig gewandelt. Früher wurde ein Aktionär meistens als Unternehmer oder Teilhaber einer Unternehmung gesehen. Heute wird die Tätigkeit eines Aktionärs dagegen mehr in Verbindung mit Kapitalanlagen oder Portfoliomanagement gebracht. Eine direkte Verbindung des Aktionärs zur Unternehmung wird immer weniger unterstellt.

In der Vorkriegszeit waren die Aktionärs- und damit auch die Eigentumsverhältnisse bei einer Unternehmung relativ einfach. Die meisten Gesellschaften wurden von einigen wenigen Familien und/oder Partnern kontrolliert und geführt. Heute sieht die Situation wesentlich anders aus. Das Aktionariat ist zersplittert und die Eigentumsverhältnisse sind unklar. In den wenigsten Fällen ist evident, wer eine Unternehmung letztlich besitzt und damit kontrolliert. Dem einzelnen Aktionär gehört zwar ein Teil einer Unternehmung, doch sein Anteil ist im allgemeinen so klein, dass er keinen Einfluss geltend machen kann. In den meisten Fällen wird der Aktienbesitz nur als Möglichkeit betrachtet,

einen attraktiven Kapitalertrag zu erwirtschaften. Die Entfremdung des Aktionärs von der Unternehmung ist problematisch. Wenn sich die Aktionäre nicht mehr als Eigentümer betrachten, fühlen sie sich der Unternehmung auch nicht mehr verbunden. Weder setzen sie sich für sie ein, noch nehmen sie ihre Überwachungsfunktion als Kapitalgeber wahr. Bei der Diskussion um das Eigentum ist es interessant, festzustellen, dass viele Vertreter der Wirtschaft von ihren Idealen abweichen, wenn es um das Eigentum an der Aktie geht. Vinkulierungsbestimmungen und vor allem Stimmrechtsbeschränkungen zahlreicher Gesellschaften sind letztlich nichts anderes als die Beschränkung der Eigentumsrechte der Aktionäre. Je mehr deren Rechte eingeschränkt werden, um so grösser ist die Wertminderung der entsprechenden Aktie. Deshalb vertritt die BZ Trust die Meinung, dass auf solche Beschränkungen möglichst verzichtet werden sollte. Die Einschränkung der Eigentumsrechte der Aktionäre führt aber auch zu einer Machtverschiebung zugunsten der Unternehmensleitungen. Da beim Fehlen starker Aktionäre die Verwaltungsräte oft von den Geschäftsleitungen ausgesucht werden, sind diese vielfach eher der Geschäftsleitung als den Aktionären verpflichtet.

Die Frage, welche Aktionärsstruktur ein Unternehmen hat, ist solange relativ unbedeutend, als deren Management eine erfolgreiche Geschäftspolitik verfolgt. Kritisch wird es dann, wenn eine Gesellschaft schlecht geführt wird oder strukturelle Probleme zu lösen hat. Bei einer schlecht geführten Unternehmung ohne starke Aktionärsgruppen haben die Aktionäre praktisch keine Möglichkeit, den Verwaltungsrat und damit das Management auszuwechseln. In der Schweiz kommen solche Wechsel meistens nur auf Druck der kreditgebenden Banken zustande oder wenn eine Gesellschaft wegen ihrer Probleme von einer anderen Unternehmung übernommen wird.

In Unternehmungen mit breit gestreutem Aktienbesitz wird den Interessen der Kapitalgeber oft zu wenig Rechnung getragen, da die Interessen des Managements dominieren. Deren Ziele laufen nicht zwangsläufig parallel zu denjenigen der Aktionäre.

Nicht zuletzt auch deshalb, weil die Entlohnung des Managements nach wie vor zu wenig vom anhaltenden Erfolg des Unternehmens abhängig ist. Während die Kapitalgeber primär an einer hohen Kapitalrendite interessiert sind, kann für das Management der Umsatz oder eine Diversifikation der Geschäftstätigkeit von noch grösserer Bedeutung sein. Es überrascht deshalb auch nicht, dass zahlreiche Unternehmungen im In- und Ausland durch Akquisitionen zwar stark gewachsen sind, dass aber gleichzeitig die Kapitalrendite sank. Die Aktienkursentwicklung vieler grosser europäischer Gesellschaften in den letzten Jahren spricht Bände. Solche für die Aktionäre uninteressanten Entwicklungen lassen sich nur verhindern, wenn die Aktionärsinteressen in einer Unternehmung stark vertreten sind. Die heute von vielen Investoren und Portfoliomanagern bevorzugte passive Anlagestrategie und die relativ starke Portfoliodiversifikation läuft der Bildung von starken Aktionärsgruppen entgegen. Hinzu kommt, dass die Portfoliomanager nur in den allerwenigsten Fällen legitimiert sind, für ihre Kunden eine aktive Rolle als Aktionär zu spielen. Ebenfalls negativ wirkt sich der Trend zur kurzfristigen Gewinnmaximierung beim Portfoliomanagement aus. Er führt dazu, dass Aktien immer weniger lang gehalten werden. Die Investoren suchen den kurzfristigen Erfolg und sind an der mittelfristigen Entwicklung einer Unternehmung nur wenig interessiert. Je nachdem wie die kurzfristigen Gewinnaussichten einer Unternehmung aussehen, werden deren Aktien gekauft oder abgestossen. Als Folge dieses Verhaltens messen die Unternehmungen der kurzfristigen Gewinnentwicklung ein zu grosses Gewicht bei. Der Planungshorizont einer Unternehmung wird immer kürzer und die mittelfristigen Möglichkeiten werden zu wenig ausgeschöpft.

Die von der BZ Trust geführten Beteiligungsgesellschaften, die Pharma Vision 2000 und die BK Vision, schlagen einen anderen Weg ein. Die Verwaltungsräte der Pharma Vision und BK Vision haben immer wieder zum Ausdruck gebracht, dass ihre wichtigste Tätigkeit die Beteiligungsnahe an Gesellschaften ist, deren Ertragsaussichten über-

durchschnittlich gut und deren Aktienkurse die erwartete Ertragssteigerung noch nicht widerspiegeln. Mit dieser Strategie wird versucht, über eine mittlere Frist einen überdurchschnittlichen Gewinn zu erwirtschaften. Die Verwaltungsräte der beiden Gesellschaften sind überzeugt, dass es den Interessen der Aktionäre ihrer Gesellschaften und den Unternehmungen dient, an denen Pharma- und BK Vision beteiligt sind, wenn die beiden Beteiligungsgesellschaften die Rolle eines mittelfristig denkenden und aktiv handelnden Aktionärs übernehmen.

2.1 Die Wahrnehmung der Rolle als Aktionär

Die Wahrnehmung der Rolle als Aktionär wird in der Schweiz noch wenig diskutiert. Dies hat auch dazu geführt, dass die Ankündigung der Pharma- und BK Vision, dass sie inskünftig diese Rolle spielen werde, anfänglich auf grosse Skepsis stiess. Vereinzelt wurde sogar behauptet, dass die beiden Gesellschaften mit Hilfe ihres Gewichts als Grossaktionär versuchen könnten, Insider Informationen zu erhalten. Insbesondere der gewünschte häufige Kontakt mit den Unternehmungen hat vereinzelt Anlass zu Missverständnissen gegeben.

Als grosse Aktionäre suchen sowohl die Pharma Vision als auch die BK Vision regelmässige Gespräche mit den Unternehmungen. Bei diesen Gesprächen können einerseits Wünsche und allfällige Kritiken angebracht werden. Andererseits erleichtern sie das Erkennen von strukturellen Veränderungen in den Unternehmungen und Märkten. Qualitative Änderungen im Management oder in der Produktpalette werden bei häufigen Besuchen rascher erkannt.

Die Investitionsstrategie der Pharma Vision und der BK Vision ist mittelfristig angelegt und orientiert sich weniger an kurzfristigen Ereignissen. Daraus ergibt sich, dass die beiden Gesellschaften nicht unbedingt an einer Flut kurzfristiger Informationen interessiert sind. Der Wunsch vieler Anleger nach immer mehr und noch häufigeren Informationen wird von der BK Vision und der Pharma Vision deshalb nicht geteilt. Grundsätzlich vertritt die BZ

Trust die Meinung, dass es der einzelnen Gesellschaft überlassen werden sollte, in welcher Häufigkeit und in welchem Detaillierungsgrad sie informieren. Da letztlich die Qualität der Informationen sich auch im Aktienkurs niederschlägt, besteht ein natürlicher Anreiz für Publikumsgesellschaften, möglichst umfassend zu informieren. Je besser eine Unternehmung informiert, um so besser ist die Aktienkursbildung. Bei der BK - und Pharma Vision wird beispielsweise der innere Wert der beiden Aktien jeden Tag bekanntgegeben. Dies erleichtert die Kursbildung ganz wesentlich.

Die Informationspolitik der schweizerischen Unternehmungen hat sich in den letzten Jahren enorm verbessert. Es gibt aber weiterhin Raum für Verbesserungen. Die Standardisierung der Rechnungslegung (International Accounting Standards) bringt Vorteile. Aus analytischen Gründen wäre ein einmaliger, vollständiger Wechsel von der alten zur neuen Rechnungslegung zu begrüssen. Ein gleitender Übergang reduziert die Vergleichbarkeit der historischen Daten. Probleme bestehen auch, wenn die Interimsdaten nicht die gleiche Qualität haben wie die Jahresdaten. Letztlich hängt die Frequenz, mit der informiert wird, davon ab, ob neue Information neue Erkenntnisse zulassen oder nur durch zufällige Ereignisse geprägt ist. Erfahrungsgemäss nimmt die Bedeutung der Zufallskomponente mit der Häufigkeit der Datenpublikation zu. Die Verbesserung der Information sollte weniger bei der Häufigkeit der Informationsverbreitung als bei der Qualität und Transparenz der Daten angesetzt werden. Nicht erst seit dem Buch "Accounting for Growth" von SMITH (1992) weiss man, dass die Rechnungslegungsvorschriften nach wie vor einen recht grossen Spielraum für kosmetische Eingriffe in Erfolgsrechnung und Bilanz gewähren.

Es wäre zu begrüssen, wenn die Unternehmungen vermehrt detaillierte Informationen über die erwartete Entwicklung des Geschäftsgangs und über die geplanten Strategie veröffentlichen würden. Solche Informationen erlauben nicht nur, die Qualität des Managements in Bezug auf die Durch- und Umsetzung ihrer Absichten zu überprüfen, sondern geben den Investoren auch Hinweise über die künf-

tige Entwicklung. Je besser eine Gesellschaft in der Lage ist, ihren Aktionären den eingeschlagenen Weg deutlich zu machen, um so eher sind diese bereit, der Gesellschaft auch in einer schwierigen Phase Treue zu halten.

Es liegt auf der Hand, dass die Kommunikation zwischen Unternehmung und Aktionären einfacher und billiger wird, wenn es starke Aktionärsgruppen gibt. Mit diesen kann ein kontinuierlicher und sachbezogener Dialog geführt werden. Ein solcher ist mit Kleinaktionären unmöglich. Indem die Beteiligungsgesellschaften die Interessen einer Vielzahl von Aktionären bündeln, sind sie legitimiert mit den einzelnen Unternehmungen im Auftrag der Kleinaktionäre einen intensiven Dialog zu führen. Solche Gespräche sind selbst bei einer idealen Informationspraxis notwendig, da die Interessen der für eine Gesellschaft verantwortlichen Personen nicht zwangsläufig mit denjenigen der Aktionäre parallel laufen. Gesprächsthemen können die Dividendenpolitik, Unternehmungsorganisation, strategische Ausrichtung, die Entschädigung der Führungskräfte und vieles mehr sein. Solche Diskussionen sollten nicht in der Öffentlichkeit ausgetragen werden. Auch die Generalversammlung einer Unternehmung ist im allgemeinen ein ungeeigneter Ort für Grundsatzdiskussionen. Letztlich liegt es nicht im Interesse eines Unternehmens und seiner Aktionäre, diese Gespräche zum öffentlichen Gut werden zu lassen. Aus diesem Grund suchen sowohl die Pharma - als auch die BK Vision das Gespräch im kleinen Rahmen und ohne Publizität. Im Gegensatz zu institutionellen Grossaktionären (beispielsweise Pensionskassen) im Ausland suchen die BK - und Pharma Vision keine Vereinigung mit anderen Grossaktionären, um damit Macht und beherrschenden Einfluss auf die Gesellschaften ausüben zu können. Ebenso wenig wollen BK - oder Pharma Vision Gesellschaften an denen sie beteiligt sind, erwerben, führen oder leiten. Weder fühlen sich die Verantwortlichen der Visionen dazu befähigt noch dazu berufen. Auf der anderen Seite sind die Verantwortlichen aber bereit, den Unternehmungen ihre Kenntnisse und ihr Wissen zur Verfügung zu stellen. Hauptaufgabe der beiden

Beteiligungsgesellschaften bleibt aber das kritische Verfolgen der Entwicklung der Unternehmungen, der Umsetzung geplanter oder geforderter Massnahmen. Beteiligungen an Gesellschaften, bei denen zwischen Absicht und Wirklichkeit grosse Diskrepanzen bestehen und die sich nicht erwartungsgemäss entwickeln, werden verkauft. Um die Freiheit zu behalten, die Beteiligungen jederzeit verkaufen zu können, wollen weder die Pharma- noch die BK Vision in den Verwaltungsräten der Gesellschaften vertreten sein, an denen sie Beteiligungen hält. Der Einfluss der Visionen auf die Gesellschaften hängt letztlich auch mit der Freiheit zusammen, eine Beteiligung wieder abzustossen.

2.2 Zulassungskriterien zum Börsenhandel

Die BZ Trust vertritt auch in Bezug auf die Zulassung von Aktien zum Börsenhandel einen liberalen Ansatz. Nach unserer Auffassung bedarf es keiner staatlichen Regulierung der Zulassungspraxis. Die einzelnen Börsen sollten die Zulassungskriterien privatwirtschaftlich bestimmen können. Voraussetzung für eine Kotierung einer Aktie sind nach unserer Auffassung zwei Kriterien: Erstens die Transparenz der Gesellschaft, deren Aktien kotiert werden sollen und zweitens die Handelbarkeit der Aktien. Unter Transparenz wird dabei eine klare Information über die Tätigkeit und Organisation einer Gesellschaft verstanden. Auskunft über die Tätigkeit geben Statuten, Geschäftsberichte, Erfolgsrechnung und Bilanz. Zum Bereich der Organisation würden wir auch Informationen über die Aktionärsstruktur, über die Beteiligungen der Verwaltungsräte und Mitglieder der Geschäftsleitungen zählen. Die Beteiligungsverhältnisse der bei einer Gesellschaft engagierten Personen ist eine zentrale Frage bei der Beurteilung einer Unternehmung. Letztlich hängt die künftige Entwicklung einer Gesellschaft ganz entscheidend davon ab, wer die Gesellschaft kontrolliert und wer sie führt.

Unter Handelbarkeit wird in diesem Zusammenhang freie Transferierbarkeit und eine minimale Streuung des Aktienbesitzes verstanden.

Kein Kriterium für die Zulassung zum Börsenhandel sollte die Bonität einer Gesellschaft sein. Solange eine "schlechte" Gesellschaft der Forderung nach Transparenz Rechnung trägt, können die Investoren die Bonität einer Gesellschaft selbst beurteilen und das Risiko eines Aktienkaufs ungefähr abschätzen. Die weitverbreitete Idee, die Aktienkäufer durch eine Bonitätsprüfung vor Verlusten zu schützen, ist absurd. Das Risiko, Geld mit Aktien einer hervorragenden Gesellschaft zu verlieren, kann bei einer extremen Überbewertung dieser Aktien genau so gross sein, wie beim Kauf von Aktien einer Gesellschaft, deren Bonität nicht über alle Zweifel erhaben ist. Es kann nicht die Aufgabe einer Börse sein, die Anleger vor Risiken zu schützen. Die Börsen müssen nur dafür besorgt sein, dass die Transparenz über jede einzelne Gesellschaft so gross ist, dass eine Beurteilung der Bonität einer Gesellschaft möglich ist. Damit ist dem Anlegerschutz mehr als Genüge getan.

Grundsätzlich sollte eine Börse der Platz sein, an dem Wertpapiere mit Risiken gekauft und verkauft werden können. Zu entscheiden, wieviel Risiken ein Investor kaufen soll, kann und darf nicht Aufgabe der Börse sein. Wenn Aspekte wie Bonität zu einem Kriterium werden, ist der Willkür bei der Zulassung Tür und Tor geöffnet.

Problematisch ist auch die heute noch bestehende Fünfjahresregel. Die Fünfjahresregel macht nur dann einen Sinn, wenn keine ausreichende Transparenz über eine Gesellschaft besteht. In den meisten Fällen liegen aber ausreichende Angaben vor, so dass es sinnvoller wäre, wenn die "Fünfjahresklausel" statt zur Norm zur Ausnahme gemacht würde. Beispielsweise ist nicht zu begreifen, weshalb für die BK Vision die "Fünfjahresklausel" zur Anwendung gebracht werden sollte. Die Transparenz dieser Gesellschaft ist wesentlich grösser als diejenige der meisten anderen kotierten Gesellschaften. Die Zielsetzung der Gesellschaft ist ebenso klar wie die Kontrolle und Führung der Gesellschaft. Die Entschädigung der Organe und des Geschäftsführers sind bekannt, wie auch die maximale Verschuldung, welche die Gesellschaft einzugehen bereit wäre. Jeden Tag wird dem Markt zudem der

innere Wert der Aktie bekanntgegeben. Damit verfügt der Markt über wesentlich mehr Informationen als bei praktischer jeder anderen Gesellschaft und kann damit die Kursbildung wesentlich effizienter vornehmen. Welche zusätzlichen Informationen der Markt nach fünf Jahren haben könnte, ist unklar. Die Qualität der Entscheidungen über die Beteiligungsnahme lässt sich auch nach fünf Jahren nicht besser beurteilen, da vergangene Investitionsentscheidungen - wie die empirische Forschung zeigt - nur in den allerwenigsten Fällen etwas über die Qualität der künftigen Entscheidungen aussagen. Dieses Beispiel zeigt sehr gut, dass letztlich das Kriterium der Transparenz entscheidend ist. Wenn eine ausreichende Transparenz gewährleistet ist, kann jeder Investor sich seine eigene Meinung über eine Gesellschaft bilden. Niemand ist gezwungen, die Aktien einer neugegründeten Gesellschaft zu kaufen.

Grundsätzlich ist anzumerken, dass die heute zu beobachtenden Tendenzen zu einer stärkeren Regulierung des Börsenwesens durch den Staat in die falsche Richtung gehen; Die Börse sollte eine privatwirtschaftlich regulierte Organisation bleiben.

3. Interessenausgleich zwischen Anspruchsgruppen

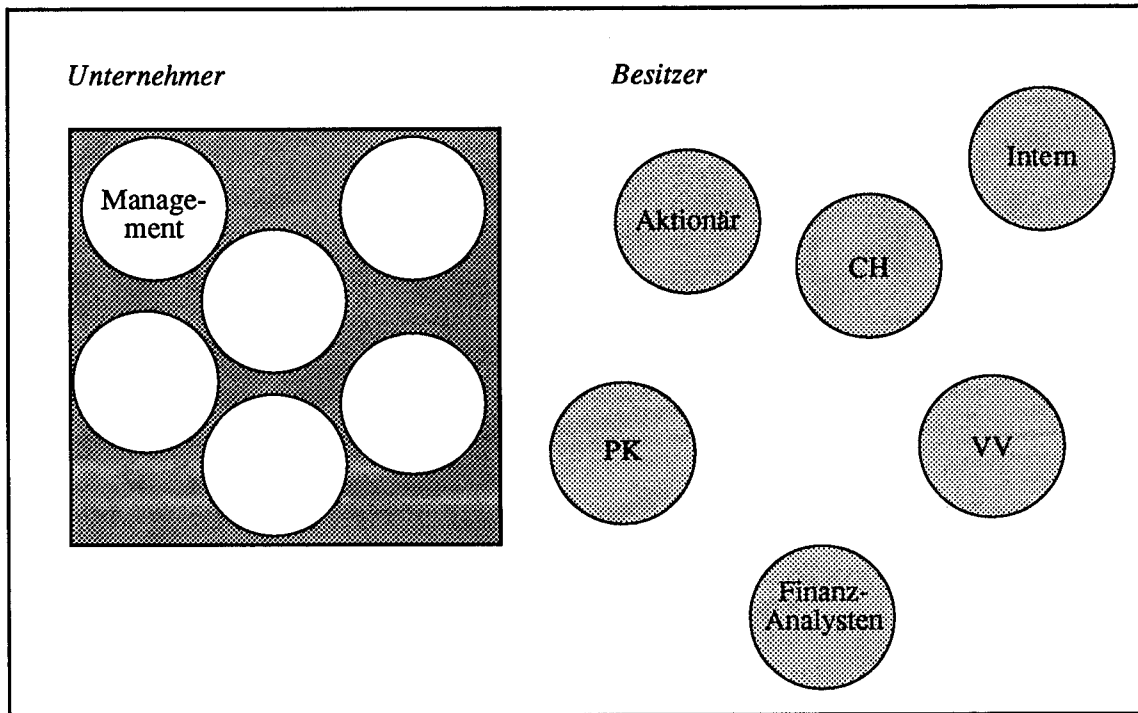
Die Anlegerseite ist in der Schweiz im Vergleich zum Management am Gesetzgebungsprozess traditionell gar nicht oder untervertreten. Dies war bei der Aktienrechtsreform so und wiederholte sich auch im Falle des neuen Börsengesetzes. Es stellt sich die Frage, warum dies so ist. Denn diese Nichtbeteiligung der Anleger am Gesetzgebungsprozess entspricht weder dem Grundprinzip unseres Wirtschaftssystems noch der Absicht des Gesetzgebers. Die Eigentumsrechte besitzen im Schweizer Wirtschaftssystem einen hohen Stellenwert. Die Aktionäre sind die Eigentümer der Gesellschaften. Und im Rahmen des neuen Börsengesetzes wird bereits in Art. 1 des Vorentwurfs der Anleger explizit erwähnt, indem der Schutz des Anlegers als ein wichtiger Zweck des neuen Ge-

setzes postuliert wird. Die Ausführungen dieses Abschnittes sollen in bewusst kurzer und zusammengefasster Form einige Anregungen vermitteln und hoffentlich eine vertiefte Diskussion über die Frage des Interessenausgleichs zwischen Management und Finanzanalysten (Investoren) auslösen. Sowohl das Management als auch die Finanzanalysten sind eine Anspruchsgruppe. Sie erbringen für die Unternehmen eine Leistung und erwarten dafür eine Gegenleistung. Finanzanalysten stellen für das Management eine wichtige Ressource dar, indem sie aus der Sicht der Anleger und des Kapitalmarkts die Strategie eines Unternehmens bewerten. Dafür verlangen Sie Informationen vom Management. Stimmen für eine Gruppe die Austauschverhältnisse nicht mehr, so erbringt sie ihre Leistung nicht mehr.

Das Management wird heute vielfach als homogene Gruppe wahrgenommen und es tritt auch homogen auf. Anders die Anleger oder Investoren. Sie werden nicht als homogene Gruppe wahrgenommen. Die Investorenseite ist in der Schweiz zu wenig organisiert und sie tritt auch nicht als Einheit auf. Es können verschiedene Gruppen mit unterschiedlichen Interessen identifiziert werden (vgl. Abbildung 1): Finanzanalytikerinnen und -analysten, private Vermögensverwalterinnen und -verwalter, Pensionskassenverwalterinnen und -verwalter aber auch Vermögensverwalterinnen und -verwalter in grossen Institutionen. Letztere können sich aufgrund verschiedener potentieller Zielkonflikte oft nicht deutlich genug für ihre Anliegen einsetzen. Es gibt auch die Gruppe der Verwaltungsräte als Vertreter der Aktionärinnen und Aktionäre, die sich jedoch eher auf der Seite des Managements angesiedelt haben. Folge dieser divergierenden Interessenlage und Zersplitterung der Organisationsstruktur ist, dass die Anlegerseite nicht wahrgenommen wird. Es ist oft unklar, an wen oder welche Gruppierung man sich mit welchem Anliegen zu wenden hat oder wenden soll.

Wenn jedoch die Rede von Unternehmen ist, gehen viele davon aus, dass es sich um eine homogene Anspruchsgruppe handle. Diese Sichtweise setzt das Unternehmen mit dem Management gleich.

Abbildung 1: Wahrnehmung Anspruchsgruppen.



Dies entspricht jedoch nicht der Wirklichkeit. Im Gegenteil: Ein Unternehmen besteht aus einer Vielzahl von Anspruchsgruppen und ist mit einer grossen Zahl weiterer Gruppen verknüpft. Das Management ist nur eine, anerkanntermassen sehr wichtige Gruppe. Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten, Behörden, Nachbarn, die Öffentlichkeit, Medien, Mehrheitsaktionäre, Aktionäre, Fremdkapitalgeber, Banken, Revisoren, Steuerbehörden, Umweltgruppen, welche die Interessen der Natur und zukünftiger Generationen wahrnehmen, sind andere.

Diese Vielzahl von Gruppen impliziert eine Vielzahl von verschiedenen divergierenden Interessen, die ausgewogen, gegeneinander abgewogen werden müssen. Dabei ist es von entscheidender Bedeutung, dass der Prozess des Interessenausgleichs zwischen diesen Gruppen möglichst frei stattfinden kann und gefördert wird. Wenn sich ein Management z.B. durch Vinkulierung oder mangelnde Informationspolitik vom Kapitalmarkt abschottet, dann kann dies wohl kurzfristig im Interesse der

Anspruchsgruppe "Management" sein. Den Schaden tragen jedoch langfristig alle, die mit der Unternehmung in einem Austauschverhältnis stehen. Insbesondere die ökonomischen Auswirkungen für die Aktionäre sind erheblich.

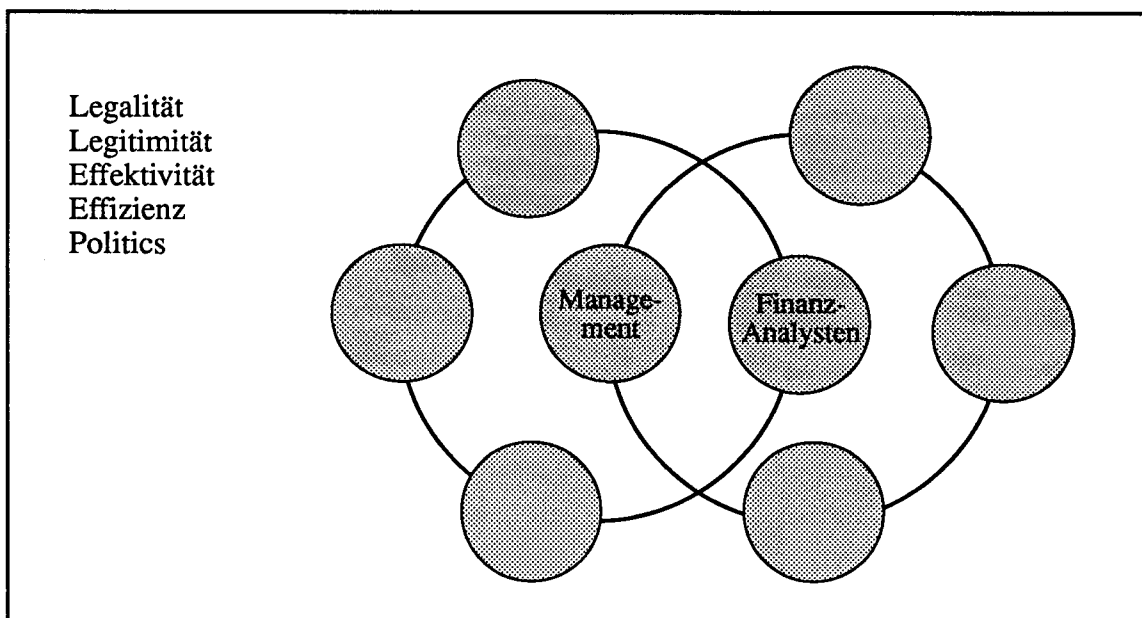
Dass das Management mehr Gehör findet, kann nicht dem Management angelastet werden. Das Management hat sich seit langem gut organisiert. Verschiedene Organisationen verfügen über entsprechende finanzielle und personelle Ressourcen, um sich aktiv für die Anliegen des Managements einzusetzen. Pikanterweise stammen die finanziellen Mittel, die das Management für seine Interessenvertretung einsetzt, aus den Taschen der Aktionäre und Fremdkapitalgeber. Dies ist nur solange unbedenklich, wie sich die Ziele der beiden Gruppen ergänzen. Tiefere Gesellschaftssteuern oder das Schaffen eines positiven Investitionsklimas sind Beispiele dafür. Kritisch wird es hingegen, wenn unterschiedliche Standpunkte bestehen wie z.B. bei der Frage der Vinkulierung und der Informationspolitik.

Wenn es ein Anliegen der Anlegerseite ist, dass ihnen im Prozess des Interessenausgleichs künftig mehr Gewicht beigemessen wird, müssen sich die Anlegerinnen und Anleger auch vermehrt zugunsten ihrer Anliegen exponieren. Exponieren heisst aber zusätzliche Arbeiten auf sich nehmen oder die finanziellen Ressourcen für eine professionelle Bearbeitung der für eine Anspruchsgruppe relevanten Problemstellungen zu Verfügung stellen.

Genau das ist es, was die Schweizerische Vereinigung für Finanzanalyse und Vermögensverwaltung (SVFV) in den letzten Jahren intensiv getan hat. Es ist erfreulich, dass die SVFV heute als aktive und wichtige Anspruchsgruppe im Spiel des Interessenausgleichs wahrgenommen und akzeptiert wird. Hierzu haben verschiedene Aspekte beigetragen: Der Aufbau des AZEK und damit die Anerkennung des Finanzanalysten als Beruf durch das BIGA, die Tatsache, dass die Schweizerische Vereinigung in allen europäischen Kommissionen aktiv beteiligt ist, Firmenpräsentationen, die Untersuchung über die Informationspolitik, die Vertretung in den FER sowie die vielen Publikationen und Stellungnahmen (z.B. zur Börsenzulassung), welche die Vereinigung aktiv abgegeben hat.

Management wie Finanzanalysten sind Anspruchsgruppen, die nur eine Gruppe in einem ganzen System von Anspruchsgruppen sind (vgl. Abbildung 2). Weitere spannende Erkenntnisse über das Zustandekommen des Interessenausgleichs können gewonnen werden, wenn man das von STURM/SCHALTEGGER (1992) weiterentwickelte Konzept der sozio-ökonomischen Rationalität und die daraus abgeleiteten Erfolgskriterien zu Hilfe zieht. Das Handeln beider Gruppen ist sowohl legal wie auch legitim. Die Akzeptanz und damit die Legitimität unserer Forderungen nach einer offenen und ehrlichen Informationspolitik ist in den letzten Jahrzehnten stark gestiegen. Dieser Entwicklung hinkt der Gesetzgeber hinterher. Allerdings sind auch hier erste, wenn auch rudimentäre, Verbesserungen feststellbar. Im Vergleich zur inhomogenen Gruppe der Finanzanalysten hat das Management hingegen eine wesentlich bessere Effektivität: Sie erreichen ihre gesteckten Ziele in einem grösseren Ausmass. Beim Aufwand zur Erreichung der Ziele scheinen hingegen die Finanzanalysten im Vorteil zu sein. Ihre Effizienz ist besser. Mit einer klaren Zielformulierung und einer konsequenten Ausrichtung der Aktivitäten auf diese Ziele kann die Anle-

Abbildung 2: Anspruchsgruppen.



gerseite weiter an Einfluss gewinnen. Dank unserer besseren Effizienz kann die Effektivität so weiter verbessert werden.

Bleibt der letzte Erfolgsfaktor "politics", dessen Inhalt in seiner englischen Form viel besser zum Ausdruck bringt, was gemeint ist. "Politics" beinhaltet den machtbestimmten Interessenausgleich. Diese nicht immer rationalen politischen Prozesse muss man akzeptieren und darf sie nicht ausser acht lassen. Mit einem erhöhten Einsatz an finanziellen und personellen Ressourcen, verbunden mit einer klaren Ausrichtung auf unsere Ziele und einer schlagkräftigen Organisationsstruktur werden auch die Finanzanalysten weiter an Einfluss gewinnen.

Entscheidend für einen ausgewogenen Interessenausgleich ist, dass die Ansprüche aller Gruppen offen auf dem Tisch liegen. Vor diesem Hintergrund haben wir aus der Sicht der Finanzanalyse die Ansprüche an die Informationspolitik offengelegt und auch begründet. Es ist deshalb eine Forderung unsererseits, dass das Management und andere Anspruchsgruppen dies auch tun. Dies erhöht die Transparenz und erleichtert damit den Interessenaushandlungsprozess. Wichtig ist, dass jede Anspruchsgruppe sich im Klaren sein muss, dass man den Einsatz von Macht in diesen Interessenaushandlungsprozessen nicht übertreiben darf. Ansonsten verlieren die Handlungen ihre Legitimität und im schlimmsten Fall ihre Legalität. Es gibt einen Punkt, an dem die alleinige Verfolgung der eigenen Ziele verbunden mit einem erhöhten Einfluss zum Schaden des Kapitalmarktes und damit der Marktwirtschaft wird. Dies heisst nichts anderes, als dass man die Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigt. Und gerade die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit taucht im Argumentarium aller Anspruchsgruppen an erster Stelle auf. "Politics" ja, aber "Tant va la cruche à l'eau, jusqu'à ce qu'elle se casse!"

4. Aktionäre, Unternehmensleitungen und Finanzintermediäre: Zusammenfassung einer Diskussion

Die Diskussion konzentrierte sich im wesentlichen auf die folgenden Themenkreise:

Inwiefern ist eine Aktivität des Gesetzgebers zur laufenden Optimierung des Interessenausgleichs zwischen den Anspruchsgruppen überhaupt notwendig? Welche Rolle spielt die Transparenz? Darf vom Grundsatz der Gleichbehandlung bei der Information der Aktionäre abgewichen werden?

Ausgehend von den jüngeren Erfahrungen in der Entwicklung der grössten schweizerischen Publikumsgesellschaften war sich die Runde in der Beurteilung des ersten Fragekreises einig, dass sich das Verhältnis zwischen Unternehmensleitungen und Aktionären nachhaltig gewandelt hat. Dieser Wandel erfolgte nicht aufgrund neuer gesetzgeberischer oder behördlicher Initiativen in der Schweiz. Er wurde vielmehr durch die Globalisierung der Finanzmärkte quasi erzwungen, die sich aufgrund der erfolgten Liberalisierung auf vielen wichtigen nationalen Finanzmärkten und im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr ergab. Diese Globalisierung der Finanzmärkte setzte und setzt eben die multinational tätigen Schweizerfirmen verstärkt in Wettbewerb mit der ausländischen Konkurrenz um die knappen Kapitalressourcen. Die Erhaltung und insbesondere der Ausbau der internationalen Marktposition ist aber längerfristig ohne den Zugang zu diesem Kapitalpool nicht möglich. Je globaler sich die anvisierte Präsenz der schweizerischen Unternehmen bezüglich Produktion und Absatz präsentiert, desto stärker ist notwendigerweise der Anreiz, sich den harten Anforderungen und Standards der grossen internationalen Anleger freiwillig zu unterwerfen. Für das Segment der grossen multinationalen Firmen, die den Grossteil der schweizerischen Marktkapitalisierung ausmachen, erweist sich damit die Weiterentwicklung der schweizerischen Normen als sekundär. Die Anforderungen und die zu erfüllenden Kriterien werden durch den internationalen Wettbewerb um Kapital gesetzt.

Für die mittleren und kleineren Gesellschaften stellt sich die Situation anders dar, da in den meisten Fällen der nationale Kapitalpool zur Finanzierung ausreicht, zumal im Falle der Schweiz. Das Korrektiv des internationalen Konkurrenzkampfes entfällt weitgehend und die schweizerischen Normen bilden damit die entscheidende Grundlage für den

Ausgleich der Interessen der Anspruchsgruppen. Sofern längerfristig nicht die Marginalisierung dieses Marktsegmentes riskiert werden soll, darf sich die Schweiz der Anpassung ihrer regulatorischen Grundlagen an die sich wandelnden Anforderungen aller Kapitalmarktteilnehmer nicht entziehen. In diesem Anpassungsprozess muss zumindest für die Vergangenheit ein Ungleichgewicht in der Repräsentanz der Anspruchsgruppen diagnostiziert werden, und zwar auf Kosten der breitgestreuten Anleger- resp. Aktionärsinteressen, die sich nur schwer bündeln lassen.

Die zweckdienliche Aufstellung von Minimalkriterien für Publikumsgesellschaften bleibt infolgedessen ein wichtiges Anliegen. Allerdings kann es nicht darum gehen, dass ein Aufsichtsgremium versuchen sollte, eine Zulassung z.B. von der Bonitätsprüfung einer Gesellschaft abhängig zu machen. Dazu ist das analytische Know How in diesen Gremien ganz einfach nicht vorhanden. Hingegen kann von den professionellen Marktteilnehmern oder den Intermediären diese Analyse dank dem vorhandenen Fachwissen relativ problemlos durchgeführt werden, sofern die Transparenz ausreichend gegeben ist. Es zeigt sich klar, dass eine minimale Transparenz neben der Handelbarkeit resp. der Liquidität eines Titels als das wesentliche Kriterium für eine Börsenzulassung herangezogen werden sollte. Dabei darf sich dieses Erfordernis nicht auf die selbstdeklarierte Beachtung anerkannter Regeln in der Rechnungslegung beschränken. Ebensovichtig ist die Prüfung der Rechnung durch eine professionelle unabhängige Stelle, die detailliert attestiert, welchen konkreten Regeln in der Berichtsperiode nachgelebt wurde. Die Aussagekraft und die Verlässlichkeit der Testate lässt gegenwärtig in manchen Fällen noch einige Wünsche offen. Aus Anlegersicht wurden diesbezüglich selbst bei grossen Gesellschaften gewisse Defizite diagnostiziert. Transparenz muss sich sodann auf die Offenlegung der Aktionärsstrukturen, der sog. party-related-transactions und der Anreizstrukturen des Top-Managements erstrecken. Auch in dieser Hinsicht bleibt in der Schweiz erheblicher Raum für Verbesserungen.

Hingewiesen wurde sodann auf einen möglichen Antagonismus zwischen Transparenz und dem längerfristigen Gedeihen einer Unternehmung. Die Möglichkeit der Aeuftnung stiller Reserven, so das Argument, verschaffe der Unternehmungsleitung nicht nur die Möglichkeit, kurzfristige Ertragschwächen ohne grössere Probleme für die längerfristige Strategie zu überstehen, sondern sich auch in gewissen Phasen der Begehrlichkeit verschiedener Anspruchsgruppen (z.B. Gewerkschaften) recht elegant zu entziehen. Dem gilt es entgegenzuhalten, dass nicht die Bildung, sondern die Auflösung stiller Reserven das Kernproblem beinhaltet. Dies, wenn diese Auflösung für den Aktionär nicht transparent ist und über längere Zeit erfolgt. Unter diesen Umständen kann eine schlechte Managementleistung eben nicht rechtzeitig offengelegt werden. Wie verschiedene Beispiele belegen, ist dies oft mit der Konsequenz verbunden, dass die Wende zu spät erfolgt und zudem der grösste Teil der Reserven bereits verloren ist.

Dass die Möglichkeit einer direkten Beurteilung der Qualität des Managements sowie die Analyse und Diskussion der Unternehmensstrategie eine zentrale Rolle beim fundamental orientierten Anlageentscheid spielen muss, blieb unwidersprochen. Kürzerfristig relevante Informationen (z.B. über den Geschäftsgang oder die Kapitalbedienung) sind oft mit erheblichen Wirkungen auf die Aktienkurse verbunden, da diese Neuigkeiten rasch und recht effizient durch den Markt verarbeitet werden. Deshalb erweist sich in dieser Beziehung eine Gleichbehandlung der Aktionäre bei der Informationsverbreitung als absolut notwendig, um nicht dem Vorwurf einer Bevorzugung von Insidern ausgesetzt zu sein. In der Praxis der Investor Relations-Beziehungen wird dieser Maxime denn auch grösste Beachtung geschenkt. Bezüglich der Hintergrundinformation scheiden sich indessen die Geister. Ein Grund dafür liegt zweifellos in der Schwierigkeit, diese Art der Informationsgenerierung und -verteilung standardisierten zu können. Dies bedeutet konkret, dass in der Praxis die Kosten für die Unternehmen für die Bedienung einzelner Aktionäre sehr hoch sind, mithin ein erheblicher Anreiz für

ein selektives Vorgehen besteht. Eine erste, aus dem Blickwinkel der Gleichbehandlung relativ wenig problematische Variante, wie man das Problem praktisch in den Griff zu bekommen sucht, besteht darin, dass Hintergrundinformation als Holschuld betrachtet wird. Dabei wird diese zusätzliche Information in aller Regel über die für Investor Relations-Beziehungen zuständige Fachstelle vermittelt. Die Selektivität hat hier weitgehend passiven Charakter, indem das aktive Interesse des Aktionärs resp. Intermediärs für die Bedienung ausschlaggebend ist. Eine aktive Selektivität liegt dagegen dann vor, wenn das Management ausgewählte Aktionäre zu Diskussionen in engstem Kreis empfängt. Auswahlkriterium bildet dabei wohl meist das aktuelle oder potentielle Gewicht des Gesprächspartners, der seine Legitimation zur Sonderbehandlung (berechtigterweise?) aus dem Umfang seines finanziellen Engagements bei dieser Gesellschaft ableitet. Natürlich verfügen solche Partner auf der Anlageseite meist über besonders ausgebaute und qualifizierte Analysekapazitäten, die notwendig sind, um die vom Management präsentierten Informationen über die Strategie längerfristig in klingende Münze umzusetzen. Inwiefern man in diesem Fall von "Insiderinformation" sprechen muss, blieb umstritten. Eines ist aber klar: Je mehr Kleinaktionäre Grund haben anzunehmen, dass die gewichtigen Investoren bevorzugt behandelt werden, desto stärker wird für sie der Anreiz, ihre Mittel in Form von Anlagefonds zu poolen. Unternehmensleitungen werden dann letztlich nur noch ganz wenigen, gewichtigen Aktionären resp. Intermediären gegenüberstehen. Dabei ist nicht zu übersehen, dass letztere nicht ihre eigenen Mittel investieren, sondern teilweise über Zwangsabgaben erhobenes Kapital einsetzen werden.

Literatur

- SCHALTEGGER, S. und A. STURM (1992): "Ökologieorientierte Entscheidungen in Unternehmen", Paul Haupt Verlag, Bern.
- SMITH, T. (1992): "Accounting for Growth", Century Business/Random House.