

**Corporate Finance und Governance in der Schweiz -  
Ein Vergleich der Sichtweisen von Emittenten und  
institutionellen Anlegern**

Masterarbeit  
in  
Corporate Finance  
(Banking & Finance)

am  
**Institut für Banking und Finance**  
Universität Zürich

Prof. Alexander Wagner, Ph.D.

Verfasst von:  
Mirko Reichlin  
08-708-810

Betreut durch:  
Christoph Wenk, Ph.D.

Abgabedatum: 4. August 2014

### Abstract

Die Befragung von 77 institutionellen Anlegern und 31 Emittenten zeigt die aktuellen Sichtweisen zu den *Corporate Governance und Finance Themen* Aktienstimmrechte, Vergütungspolitik, Auszahlungspolitik, Kapitalstruktur, Verwaltungsrat und Offenlegung. Die Umfrage widerspiegelt den Stand nach Annahme der *eidgenössischen Volksinitiative gegen die Abzockerei*, welche die Bedeutung der *Corporate Governance* in der Schweiz deutlich verstärkte.

Neben dem Vergleich der Sichtweisen werden die Ergebnisse auf die Konsistenz mit den gängigen theoretischen Modellen überprüft. Die Umfrage zeigt, dass die befragten Gruppen in vielen Themenbereichen ähnlich Sichtweisen haben und sich nur bei spezifischen Fragestellungen deutlich unterscheiden. Die institutionellen Anleger scheinen z.B. langfristiger und zukunftsorientierter zu denken.

### Keywords:

*Corporate governance, survey, institutional investors, issuers*

### JEL Classification:

G30, G35, G38

## Executive Summary

### Problemstellung

Die *Initiative gegen die Abzockerei* wurde am 3. März 2013 mit einem Ja-Stimmenanteil von 67.9% angenommen. Durch die Stärkung der Aktionärsrechte soll eine übermässige Vergütung bei Unternehmen, die in der Schweiz kotiert sind, in der Zukunft verhindert werden. Neben neuen Aktionärsrechten enthält die Initiative aber auch Pflichten für Vorsorgeeinrichtungen: Diese sollen zukünftig ihre Aktienstimmrechte im Interesse der Versicherten ausüben und offenlegen müssen, wie sie gestimmt haben.

Durch die Annahme der Initiative wurden sowohl die institutionellen Anleger als auch die Emittenten aufgefordert, sich intensiver mit spezifischen Themen der *Corporate Finance und Governance* zu beschäftigen (insb. Vergütungspolitik, Auszahlungspolitik, Kapitalstruktur, Verwaltungsrat und Offenlegung). Doch wie stehen die institutionellen Anleger zu diesen Themen? Wie unterscheiden sich ihre Ansichten von denjenigen der Emittenten? Sind die Ansichten der beiden Gruppen konsistent mit den gängigen theoretischen Modellen? Wie charakterisiert sich das Stimmverhalten der Anleger? Und wird sich das Stimmverhalten durch die Umsetzung der Initiative verändern?

### Vorgehen

Graham und Harvey (2001) oder auch Brav, Graham, Harvey, und Michaely (2005) vergleichen die Resultate von breit angelegten Umfragen zu *Corporate Finance Themen* mit den Erkenntnissen aus der Forschung. Der weltweit grösste Stimmrechtsberater ISS (Institutional Shareholder Services) führt zudem jährlich eine *Corporate Governance Umfrage* durch, welche sich sowohl an institutionelle Anleger als auch an Emittenten richtet und deren Ansichten vergleicht. Diese Arbeit kombiniert diese beiden Ideen und untersucht dabei den Schweizer Markt.

In Zusammenarbeit mit SWIPRA, eine im Jahr 2013 gegründete Schweizer Stiftung für Stimmrechtsberatung, ist ein zweisprachiger Fragebogen entstanden, welcher sich sowohl an institutionelle Anleger als auch an Emittenten richtet und die Themen Aktienstimmrechte, Vergütungspolitik, Auszahlungspolitik, Kapitalstruktur, Verwaltungsrat, Offenlegung sowie weitere Themen abdeckt. Per Post wurde der Link zur Umfrage an 6'165 institutionelle Anleger und 212 Emittenten versandt. Die Befragten hatten anschliessend zwei Wochen Zeit, den Fragebogen auf der Umfrageplattform *SurveyMonkey* auszufüllen. Sofern eine E-Mail-Adresse im Datensatz hinterlegt war, wurde zudem eine Erinnerungs-E-Mail versendet.

Zum Zeitpunkt der Befragung war der *Vorentwurf der Verordnung gegen die Abzockerei* bereits verfügbar. Das Zeitfenster endete bewusst vor der Veröffentlichung der endgültigen Version der Verordnung (*VegüV*). Diese Arbeit zeigt zu jedem der oben genannten Themen kurz den Bezug zur Initiative auf und beschreibt deren Umsetzung im *Vorentwurf*. Um auch die aktuelle Rechtslage miteinzubeziehen, wird zusätzlich auf wesentliche Änderungen in der *VegüV* hingewiesen.

Neben einer deskriptiven Auswertung der Umfrageresultate, welche die Sichtweisen der

- **Kapitalstruktur:** Die Faktoren Gewinnverwässerung pro Aktie, Erhaltung der Zielkapitalstruktur sowie die Erhaltung des Ziel-Kreditratings stehen bei der Entscheidung einer Aktienkapitalerhöhung im Vordergrund. Das Ausnutzen einer günstigen Lage auf dem Aktienmarkt ist aus Sicht der befragten Gruppen weniger relevant.

In Bezug auf eine Kapitalerhöhung wird die Kapitalverwässerung als relevanter bewertet als die Stimmrechtsverwässerung, wobei beide Effekte nicht zu vernachlässigen sind.

- **Verwaltungsrat:** Bei der Wahl eines Verwaltungsratsmitglieds stehen aus Sicht der Befragten die Fähigkeiten sowie die zeitliche Verfügbarkeit der vorgeschlagenen Person im Vordergrund. Insbesondere die fachliche Diversität innerhalb des Gremiums wird als relevant angesehen. Auch die Unabhängigkeit sowie die persönliche Diversität müssen beachtet werden, spielen jedoch eine untergeordnete Rolle.

Sowohl die Emittenten als auch die institutionellen Anleger befürworten eine Komiteeeinteilung des Verwaltungsratspräsidenten und sehen ihn am ehesten im Nominationskomitee. Geschäftsleitungsmitglieder sollten aus Sicht der Befragten jedoch nicht in einem Verwaltungsratskomitee vertreten sein.

- **Offenlegung:** Die beiden Gruppen sind sich einig, dass die einfache und verständliche Darstellung des Vergütungssystems wichtig ist. Dazu soll die effektive Vergütung der einzelnen Vergütungsbestandteile (inkl. Trennung von retrospektiven und prospektiven Vergütungselementen) offengelegt werden. Die Anleger, weniger aber die Emittenten, empfinden konkrete Beispielszenarien, Ziele und Zeitreihen als hilfreich.

Als Informationsquelle zur Meinungsbildung für die Stimmrechtsausübung dient den institutionellen Anlegern in erster Linie der Geschäftsbericht. Aus Sicht der Emittenten sind jedoch zudem die Einladung zur Generalversammlung sowie auch die Unternehmenswebsite von hoher Relevanz.

- **Weitere Themen:** Die Ablehnung der *Décharge* zum Ausdruck der Unzufriedenheit mit dem aktuellen Verwaltungsrat wird von beiden Gruppen als überaus hilfreich empfunden.

Eine unabhängige Plattform zur elektronischen Weisungsabgabe wird gegenüber einer unternehmensspezifischen Plattform von beiden Gruppen präferiert. 72.9% der institutionellen Anleger gaben zudem an, dass sie die Stimmrechte eher ausüben würden, wenn ihnen eine elektronische Weisungsabgabe zur Verfügung stünde.

### Allgemeine Beurteilung

Die Umfrage widerspiegelt die aktuelle Sichtweise der institutionellen Anleger und Emittenten zu diversen *Corporate Finance und Governance Themen*. Zusätzlich zeigt die Auswertung das Stimmverhalten vor und das geplante Stimmverhalten nach der Umsetzung der *Initiative gegen die Abzockerei* auf.

Häufig weisen die Emittenten und die institutionellen Anleger gleiche Präferenzen und Ansichten auf, insbesondere bei den *Corporate Finance Themen* (Auszahlungspolitik bzw. Kapitalstruktur). In einigen spezifischen Fragestellungen werden jedoch Unterschiede deutlich: Die institutionellen Anleger neigen z.B. zu einer langfristigeren, zukunftsgerichteten Denkweise und wünschen sich die Offenlegung von konkreten Zielen und Informationen zum Thema Vergütung.

Die *Initiative gegen die Abzockerei* bringt eine Reihe von neuen Rechten und Pflichten für die Anleger sowie die Emittenten mit sich. Die Schweiz nimmt dadurch eine noch deutlichere rechtliche Sonderstellung ein. Welche langfristigen Auswirkungen diese neue Ausgangslage auf die Ansichten der institutionellen Anleger und die Emittenten hat, werden zukünftige Umfragen zeigen.