

# **SWIPRA Grundsätze zur Ausübung der Stimmrechte: Zusammenfassung**

**Januar 2017**

Stimmempfehlungen von SWIPRA werden mit dem Ziel einer langfristigen Steigerung des Unternehmenswerts für die Aktionäre erstellt. SWIPRA hat deshalb Grundsätze, sog. Policy Considerations, entwickelt, die SWIPRA's Verständnis von nachhaltigen strategischen Überlegungen für Corporate Governance-Analysen und Stimmempfehlungen darlegen. Die hier aufgeführte Zusammenfassung dieser Überlegungen stellt lediglich eine Übersicht dar, welche zu Informationszwecken gedacht ist. Die vollständige Version der Grundsätze ist nur für Kunden von SWIPRA verfügbar.

## **1 Unternehmen und ihr Wert für die Gesellschaft**

Humankapital wie auch Rohstoffe sind nur begrenzt verfügbar. Deshalb ist eine zentrale Fragestellung moderner Volkswirtschaften, wie diese Ressourcen möglichst produktiv eingesetzt werden können. SWIPRA möchte zu einer möglichst produktiven Ressourcennutzung beitragen. Dazu erstellt SWIPRA Empfehlungen zur Wahrnehmung von Stimmrechten an den jährlichen Generalversammlungen für mittel- bis langfristig orientierte, vornehmlich institutionelle Aktionäre. Die Generalversammlung ist die höchste Instanz eines Unternehmens und ihre Befugnisse bilden den Rahmen für viele Aspekte einer effizienten und effektiven Ressourcenverwendung innerhalb der Organisation. Entsprechend können Entscheidungen, die an Generalversammlungen getroffen werden, einen direkten Einfluss auf die Wertgenerierung eines Unternehmens haben.

Die Corporate Governance-Analysen und Stimmempfehlungen von SWIPRA sind dahingehend konzipiert, den langfristigen Unternehmenswert für Aktionäre zu erhöhen. Sie berücksichtigen die Tatsache, dass eine Steigerung des Unternehmenswerts eng mit dem Ziel der nachhaltigen Verbesserung der gesellschaftlichen Wohlfahrt verbunden ist. Wenn Kapital durchwegs in Unternehmen investiert wird, welche ihre Ressourcen nicht optimal einsetzen, tragen nicht nur deren Aktionäre, sondern auch deren Arbeitnehmer, die Wirtschaft im Allgemeinen und somit die gesamte Gesellschaft einen Schaden davon. Jeder Betrag, der in ein unrentables Projekt investiert wird, kann nicht mehr für andere, produktivere Zwecke eingesetzt werden. Es ist deshalb in der Verantwortung des Verwaltungsrates, des Managements und der Investoren, gemeinsam sicherzustellen, dass das zur Verfügung stehende Kapital effizient genutzt wird. In gleicher Weise schaden Unternehmen, die nur eine kurzfristige Steigerung des Unternehmenswerts anstreben, nicht nur den beteiligten Interessengruppen („stakeholders“), sondern beeinträchtigen langfristig gesehen zudem den eigenen Wert und damit die Wertgenerierung für ihre Aktionäre („shareholders“) negativ, da die zu Schaden kommenden Interessengruppen in Zukunft weniger gewillt sein werden, einen Beitrag



an dieses Unternehmen zu leisten.<sup>1</sup> Aus diesen Gründen ist SWIPRA davon überzeugt, dass es das Ziel eines jeden Unternehmens sein sollte, eine langfristige Wertsteigerung für die gesamte Gesellschaft zu schaffen.

Die individuelle Situation jedes Unternehmens ist einzigartig, was in den Analysen und Stimmempfehlungen von SWIPRA berücksichtigt wird. Wie in SWIPRA's Grundsätzen aufgezeigt wird, ist es problematisch für verschiedene Unternehmen einen allgemeingültigen „Best-Practice“ Ansatz zu empfehlen. Aus diesem Grund wird der sogenannte „Comply or Explain“-Ansatz von SWIPRA eher als fragwürdig erachtet. Stattdessen sollte „Best-Practice“ individuell auf das Unternehmen angewandt werden und damit dessen aktuelle wirtschaftliche Situation berücksichtigen. Zudem sollten Unternehmen zunächst bestimmen welche Vorgehensweise für ihre Stakeholder optimal ist, bevor sie sich dazu entscheiden einer starren one-size-fits-all Regel zu folgen. Unternehmen würden demnach besser fahren, wenn sie von einem nur vordergründig flexiblen „comply or explain“ – zu einem „entscheide und erkläre“ „decide and explain“ – Ansatz wechseln. Das „Erklären“ beinhaltet eine über die rechtlich bindenden Vorgaben hinausgehende Offenlegung für Stakeholder, ohne dabei Wettbewerbsnachteile zu schaffen, welche erklären soll wie das Unternehmen Wert generiert und ausschüttet (auch unter Einbezug von nicht-monetären Werttreibern). Eine solche wertbasierte Offenlegung liegt in der Verantwortung des Verwaltungsrats und stärkt das Vertrauen der Investoren. Es ermöglicht damit dem Verwaltungsrat und dem Management eine langfristige Strategie mit dem Ziel einer nachhaltigen Wertgenerierung zu verfolgen.

SWIPRA hat dazu mit ihren Grundsätzen ein allgemeines Rahmenkonzept für nachhaltiges, wertorientiertes Management formuliert. Die Grundsätze erklären hierbei nicht nur, *dass* die Stimmempfehlungen von den spezifischen Unternehmenssituationen abhängen, sondern erläutern zusätzlich im Detail, *wie* die Stimmempfehlungen von der individuellen Situation beeinflusst werden. Diese Transparenz ist vor allem für institutionelle Investoren wichtig, da sie ihre Stimmentscheidungen gegenüber verschiedenen Interessengruppen begründen müssen.

Die folgenden Kapitel geben einen Überblick über die generellen Stimmempfehlungs-Grundsätze. Ein Kunde der SWIPRA kann darauf vertrauen, dass SWIPRA diese Prinzipien konsistent und transparent auf die Analyse von Corporate Governance-Strukturen und die Stimmempfehlungen anwenden. Obwohl diese Grundsätze und Prinzipien auf einer evidenzbasierten, ökonomischen Analyse beruhen, sind sie weder allgemeingültig noch abschliessend. SWIPRA verfolgt sorgfältig

---

<sup>1</sup> Die Auffassung, dass das Wohl von Aktionären und das der weiteren, am Betrieb des Unternehmens beteiligten Interessengruppen auf lange Sicht mit einander verbunden ist, hat nur indirekten Bezug zur Frage, ob verantwortungsvolles unternehmerisches Handeln („Corporate Social Responsibility“) ein geeignetes Konzept für Investitionsentscheidungen und Portfoliostrukturierung ist. In der Wissenschaft besteht bislang kein Konsens darüber, ob Investoren, die Wert auf verantwortungsvolles Handeln von Unternehmen legen, in der Lage sind, erhöhte Anlagerenditen zu erzielen.



jegliche Veränderungen und Neuerungen im Marktgeschehen sowie in der akademischen und angewandten Literatur (z.B. regulatorische Veränderungen durch Aufsichtsbehörden oder Empfehlungen von Industrievertretern) und aktualisiert, falls notwendig, jährlich ihre Stimmempfehlungs-Grundsätze. Dies ermöglicht SWIPRA Corporate Governance-Analysen und auf dieser Basis Stimmrechtsempfehlungen abzugeben, welche durchwegs konsistent auf den neusten rechtlichen, ökonomischen und praktischen Erkenntnissen basieren.

## 2 Ein Rahmen für die Wertgenerierung

Ein fundamentales Prinzip der Wertgenerierung im Unternehmen ist, dass die Rendite auf dem investierten Kapital (auch „Return on Invested Capital“, bzw. „ROIC“ genannt) höher sein sollte als die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (auch „Weighted Average Cost of Capital“, bzw. „WACC“ genannt). Obwohl dieses Prinzip auf den ersten Blick simpel wirkt, lässt sich daraus eine ganze Reihe von Implikationen für die Stimmempfehlungen ableiten. Es gibt viele situationsabhängige Faktoren, die bei der Berechnung des ROIC und des WACC zu beachten sind und die Erkenntnisse dazu liefern, wie Aktionäre verschiedene Umstände in Bezug auf ihre Stimmentscheidung einstufen sollten. Die Stimmempfehlungs-Grundsätze von SWIPRA beziehen sich auf diese fundamentalen Faktoren.

Während der ROIC die Fähigkeit eines Unternehmens aufzeigt, die Aktivseite der Bilanz produktiv zu nutzen, spiegelt der WACC die Fähigkeit eines Unternehmens wider, die Passivseite der Bilanz möglichst kosteneffizient zusammenzustellen. So gesehen ist der WACC die direkte Verbindung zwischen der internen Sicht des Managements und der externen Sicht der Kapitalmärkte. Die Betrachtung des ROIC und des WACC eignet sich besonders dann, wenn es um die Frage geht, ob Wachstum wertgenerierend für eine Firma ist oder nicht. Obwohl steigende Gewinne prinzipiell erstrebenswert sind, sollten für Aktionäre letztendlich die langfristigen, freien Geldflüsse („cash flows“) sowie die Kapitalkosten des Unternehmens ausschlaggebend sein. Langfristig wird Wert schliesslich nur dann geschaffen, wenn die tatsächliche Rendite neuer Investitionen deren Kapitalkosten übersteigen. Die Kapitalkosten eines Unternehmens spiegeln sowohl das finanzielle Risiko als auch das Unternehmensrisiko an sich wider (welches wiederum ein breites Konzept darstellt, angefangen von Aspekten des Kerngeschäfts bis hin zu umfassenden Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsfragen („Environmental, Social and Governance concerns“ - ESG).

Bei einer tiefgehenden Analyse wird schnell klar, dass es viele Herausforderungen zu überwinden gilt, um eine nachhaltige Wertgenerierung zu erreichen. In den folgenden **zehn Schlüsselkonzepten** stellt SWIPRA einige bedeutende Faktoren für eine nachhaltige Wertgenerierung vor, welche vor allem aus der Perspektive von Aktionärsentscheidungen an Generalversammlungen (GV) relevant sind. Um die Relevanz und Anwendung dieser Konzepte zu illustrieren, werden einige **konkrete Beispiele und Implikationen** aufgezeigt, welche



veranschaulichen, wie SWIPRA die Brücke von den grundlegenden Überlegungen zu den spezifischen Stimmempfehlungen in Bezug auf Standard-GV-Traktanden schlägt.

Die hier dargelegten Implikationen und Beispiele heben lediglich die Grundprinzipien hinter den Empfehlungen von SWIPRA hervor, da SWIPRA beim Erstellen von Stimmempfehlungen nicht auf ein einfaches „Abhaken von starr definierten Listenpunkten“ („tick the box“) zurückgreift. Für eine **detaillierte Ausführung** der Stimmempfehlungs-Grundsätze, welche auf einer sorgfältigen Analyse der neusten wissenschaftlichen Erkenntnisse im Bereich der Unternehmensführung („Corporate Governance“) basieren, sowie für eine tiefere Analyse von spezifischen Zielkonflikten im Unternehmen verweist SWIPRA auf die vollständige Fassung der SWIPRA Stimmempfehlungs-Grundsätze („SWIPRA Policy Considerations“).

1. Das **Produkt- und Kapitalmarktumfeld** eines Unternehmens ist bis zu einem gewissen Grade vorgegeben. Zu bestimmten Zeiten ist das Marktumfeld in einigen Sektoren jedoch einfach herausfordernder als das anderer, mit der Folge geringerer ROIC oder höherer Kapitalkosten. Das Marktumfeld wiederum ist zu einem gewissen Grad vom Management ausgewählt worden, da es in dessen Entscheidungsmacht liegt, wie und wo sich das Unternehmen im Markt positioniert. Vor allem wenn nicht-organisches Wachstum in Erwägung gezogen wird, zum Beispiel durch eine Fusion oder durch den Zukauf eines Unternehmens, ist es für die Aktionäre wichtig, die Zukunftsperspektiven des neu entstandenen Unternehmens zu verstehen. Aus diesem Grund legt SWIPRA ein besonderes Augenmerk auf die vom Unternehmen im Lagebericht zur Verfügung gestellten Informationen bezüglich aktueller wirtschaftlicher Situation, Wachstumstrends, Risiken und Zukunftsperspektiven sowie zu den Annahmen, auf denen diese Informationen basieren.

#### **Konkrete Implikationen und Beispiele:**

- (1) Je genauer eine Firma ihre **strategischen Überlegungen** erklärt, desto eher können Aktionäre die in den entsprechenden Traktanden vorgeschlagenen Massnahmen nachvollziehen.
  - (2) Erwägungen bezüglich des Marktumfelds sind insbesondere im Kontext von Vergütungsabstimmungen relevant. Erstens legt SWIPRA ein Augenmerk auf eine klare, rationale Begründung hinter der Wahl eines bestimmten **Benchmarks** (falls einer herangezogen wurde). Zweitens sollte vom Unternehmen klar kommuniziert und begründet werden, in welchem Umfang **exogene Faktoren** in das **Vergütungssystem** einfließen; Aktionäre stehen nachträglichen Anpassungen des Systems häufig kritisch gegenüber.
2. Alle Angestellten tragen zum Erfolg eines Unternehmens bei. Es ist aber eine unvermeidbare Konsequenz einer hierarchischen Organisation, dass sich die Aktionen des Managements und des Verwaltungsrates entlang der hierarchischen Leiter „multiplizieren“. Deshalb haben ihre Entscheidungen sowie ihre Vorgaben für die



Unternehmenskultur einen substantiellen Einfluss auf die Unternehmensergebnisse. Ihre **unternehmerischen Fähigkeiten** und **Charaktereigenschaften** beeinflussen sowohl die Chancen auf die Renditen, welche durch die Verwendung der Ressourcen erzielt werden können, als auch die damit verbundenen Risiken. SWIPRA legt hohen Wert darauf, zu verstehen, inwiefern einzelne Verwaltungsräte direkt oder indirekt zum Erfolg eines Unternehmens beitragen und inwiefern die Zusammensetzung des Verwaltungsrats als Ganzes eine optimale Kombination an verschiedenen Qualifikationen darstellt. SWIPRA nimmt eine umfassende Sichtweise ein, analysiert aber auch die konkreten Aktivitäten und Beiträge des Verwaltungsrates und des Managements, inklusive personenbezogene Risikofaktoren wie Reputation, Erfahrung und der Umgang mit allgemeinen Aspekten des Risikomanagements, ökologischer sowie sozialer Verantwortung, da diese Faktoren zukünftige Geldflüsse negativ beeinflussen können. Diese Überlegungen betreffen zum Beispiel auch die Empfehlungen von SWIPRA bezüglich der **Wahl des Verwaltungsrates, des Verwaltungsratspräsidenten und der Mitglieder des Vergütungsausschusses**.

#### **Konkrete Implikationen und Beispiele:**

- (1) Für SWIPRA steht primär im Fokus, ob von Verwaltungsrats-Kandidaten unter Berücksichtigung der Zusammensetzung von Ausschüssen und des Verwaltungsrats als Ganzes ein **unabhängiges Handeln** im Sinne der langfristigen Interessen der Aktionäre erwartet werden kann. Einerseits leitet SWIPRA Indikationen für zukünftiges Verhalten von typischen Klassifikationsmerkmalen eines Verwaltungsrates ab (z.B. ob die Kandidaten gegenwärtige oder ehemalige Mitarbeiter im Management der Unternehmung sind), andererseits achtet SWIPRA auf die individuellen **Kompetenzen** des Verwaltungsratsmitgliedes, die Zusammensetzung der Fähigkeiten des gesamten Verwaltungsrats („skill matrix“) und den bestehenden Rotationsprozessen für dessen Zusammensetzung.
- (2) Es gibt keine wissenschaftlich Evidenz, die für die Trennung der Rolle des Verwaltungsratspräsidenten und des CEO spricht. Deshalb evaluiert SWIPRA von Fall zu Fall, ob ein solch **duales Mandat** angebracht ist. SWIPRA verfolgt dabei keine starre Regel, welche die Wahl von Mitgliedern des Managements in den Verwaltungsrat von vornherein ausschliessen würde (ausser dies ist gesetzlich oder regulatorisch so vorgeschrieben), wird aber das Funktionieren von Checks and Balances und die Unabhängigkeit des Verwaltungsrats beurteilen.
- (3) SWIPRA hat keinen absoluten Wert für die Anzahl der externen Mandate festgelegt, die ein Verwaltungsratsmitglied maximal halten sollte. SWIPRA überwacht jedoch sorgfältig potentielle Probleme von Verwaltungsräten mit einer hohen Anzahl an Mandaten („busy director“-Probleme), unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die erfahrensten und wertbringendsten



Verwaltungsratsmitglieder oft auch diejenigen mit den meisten externen Positionen sind. SWIPRA analysiert primär die **wesentlichen Fähigkeiten der Verwaltungskandidaten, welche dem Unternehmen zugutekommen**. Nach SWIPRA's Ansicht können diese nicht einzig durch die Präsenz in Sitzungen oder durch die Anzahl anderer Mandate bestimmt werden. Da jeder Fall unterschiedlich zu bewerten ist, erstellt SWIPRA die Empfehlungen individuell für jedes vorgeschlagene Verwaltungsratsmitglied aufgrund der von der Firma zur Verfügung gestellten Informationen.

- (4) Generell empfiehlt SWIPRA Unternehmen, insbesondere bei neu gewählten Verwaltungsratsmitgliedern, Informationen zur **geplanten Zusammensetzung der Ausschüsse des Verwaltungsrates** zur Verfügung zu stellen. Diese Informationen sind wichtig, um beurteilen zu können, ob die vorgeschlagenen Verwaltungskandidaten zu den Interessen des Unternehmens passen. Ungeachtet der Vorteile, die eine klare Begründung für die Aufstellung der Ausschusskandidaten mit sich bringt, und ungeachtet der Tatsache, dass Verwaltungsratsmitglieder nach schweizerischem Recht individuell gewählt werden, betrachtet SWIPRA immer auch den **Verwaltungsrat als Ganzes**. SWIPRA wird im Zweifelsfall Bedenken äussern, sollte der Verwaltungsrat unausgewogen erscheinen.
  - (5) SWIPRA ist der Meinung, dass die **Vergütungs-, Prüfungs- und Risikoausschüsse** im Unternehmen besondere Aufmerksamkeit erfordert, insbesondere um Interessenkonflikte zu vermeiden und das Funktionieren des internen Kontrollmechanismus zu gewährleisten. Deshalb beurteilt SWIPRA den **Sachverstand und die Qualifikation** aller Kandidaten für diese Ausschüsse. Hierbei können „**busy director**“-Probleme, wie auch eine Rolle als **Exekutivmitglied des Verwaltungsrates** von besonderer Bedeutung sein. Auch hier folgt SWIPRA keinem starren Ansatz; es wird vielmehr die übergreifende Führungs- und Kontrollqualität betrachtet, indem zum Beispiel berücksichtigt wird, ob gewisse Ausschusssitzungen ohne das Management stattfinden, insbesondere in Bezug auf Vergütungs- und Prüfungsausschüsse.
  - (6) SWIPRA berücksichtigt in ihren Empfehlungen zudem, wie der Verwaltungsrat das strategische Risikomanagement angeht und insbesondere auch wie er CSR-Faktoren als Teil dieses Risiko-Managements adressiert.
3. In den meisten börsenkotierten Unternehmen gibt es eine Trennung von Eigentum und Entscheidungsbefugnissen (Unternehmenssteuerung) mit der Folge, dass operationelle Entscheidungen letztendlich nicht von den eigentlichen Eigenkapitalgebern getroffen werden. Dies gilt auch für Unternehmen mit einer konzentrierten Eigentümer-Struktur, hier jedoch in weniger starker Ausprägung. Der Grund für diese Trennung ist, dass Aktionäre entweder nicht die Möglichkeit oder nicht die Bereitschaft dazu haben, alle notwendigen Informationen zu sammeln, um operative oder strategische Entscheidungen zu treffen.





Tatsächlich ist es für einen einzelnen Aktionär sehr kostspielig, zum Management des Unternehmens bzw. der Überwachung des Managements beizutragen. Aufgrund der Aufteilung des Gesamtwerts des Unternehmens in viele kleine Anteile (Aktien), sind diese Kosten für den einzelnen Aktionär besonders hoch. Aus diesem Grund sind Aktionäre in der Masse dem sogenannten „Collective Action Problem“ ausgesetzt. Um diesem Problem entgegenzuwirken wird ein Grossteil der Entscheidungsmacht per Gesetz von der Masse der Aktionäre an die Entscheidungsträger im Unternehmen delegiert, insbesondere an den Verwaltungsrat. Der Verwaltungsrat wiederum delegiert einen Grossteil seiner Entscheidungsmacht an das Management. Der Verwaltungsrat und das Management agieren damit letztendlich anstelle der Aktionäre, was jedoch wiederum die sogenannte **Agency-Problematik** nach sich zieht. Die Agency-Problematik existiert auf jeder weiteren Hierarchiestufe, zwischen dem Verwaltungsrat und dem Management, zwischen dem Senior-Management und dem Junior-Management, zwischen dem Junior-Management und den Angestellten, etc. Diese Idee wurde als fundamentale Herausforderung in der Corporate Governance identifiziert, zum Beispiel von Berle und Means (1932). Eines der zentralen Probleme in diesem Zusammenhang ist beispielsweise, dass unternehmerische „Anstrengungen“ (was ein weit gefasster Begriff ist, der verschiedenste Aspekte unternehmerischen Verhaltens beinhalten kann) nicht vertraglich festgehalten werden können. Während die Aktionäre dem Management vorschreiben möchten, nur wertbringende Projekte umzusetzen, hat dieses auch eigene Interessen, welche sich nicht zwingend mit denen der Aktionäre decken. Ein Beispiel eines klassischen Agency-Problems ist, dass Manager, welche nur einen kleinen Anteil am Unternehmen besitzen, eher exzessiven Konsum auf Firmenkosten betreiben, wie z.B. teure Kunst für das Büro anzuschaffen (dargelegt in Jensen und Meckling (1976)). Noch schädlicher ist, wenn Manager ein sogenanntes ineffizientes „Empire-Building“ betreiben. Damit sie einer möglichst grossen Firma vorstehen, kaufen sie andere Unternehmen auf, obwohl der Netto-Barwert dieser Investitionen negativ ist. Dadurch wird die Effizienz der internen Ressourcenallokation und als solches auch die Generierung eines positiven ROIC gefährdet. Der Verwaltungsrat trägt deshalb die Verantwortung dafür, dieser Agency-Problematik entgegenzuwirken. Konsequenterweise legt SWIPRA ein besonderes Augenmerk auf die Wahl des Verwaltungsrats. Weitere Aspekte, wie zum Beispiel Kapitalstruktur-entscheidungen, die Wahl von Führungs- und Kontrollmechanismen oder Anreizsysteme für das Management spielen bei der Agency-Problematik ebenfalls eine wichtige Rolle. Diese Punkte werden in dem nachfolgenden Abschnitt behandelt.

### **Konkrete Implikationen und Beispiele:**

- (1) In Bezug auf die **Verwaltungsratswahlen** verweist SWIPRA auf die Beispiele unter Punkt 2.
- (2) Die wissenschaftliche Literatur findet grundsätzlich keinen Nachweis für einen ökonomisch signifikanten Einfluss **unterschiedlicher Aktienklassen** (dual-class shares) auf den Unternehmenswert. Es gibt jedoch Evidenz dafür, dass sich eine duale Aktienstruktur stärker negativ auf den Aktionärswert



ausübt, je grösser die Lücke zwischen den Stimm- und Dividendenrechten ist. Generell empfiehlt SWIPRA für eine einheitliche Kapitalstruktur zu stimmen, unter der Bedingung, dass der Übergang von einer dualen zu einer einheitlichen Aktienstruktur die Position der bestehenden, regulären Aktionäre nicht zu stark verwässert.

- (3) SWIPRA ist der Ansicht, dass **Pflichtangebotsregelungen** bei Unternehmen mit einer grossen Diskrepanz zwischen Stimm- und Dividendenrechten nicht durch z.B. Opting-Up- oder Opting-Out-Klauseln eingeschränkt werden sollten.
  - (4) Generell empfiehlt SWIPRA für die Abschaffung von **Übertragungs- und/oder Stimmrechtsbeschränkungen** zu stimmen.
4. Agency-Probleme können nicht einfach “gelöst” werden, sie können lediglich in einer mehr oder weniger effizienten Weise angegangen werden. Verschiedene **Führungs- und Kontrollmechanismen** – ein starker Verwaltungsrat, Grossaktionäre, der Markt für Konzernleitungsmitglieder, das Anreizsystem, externe Überwacher wie beispielsweise Wirtschaftsprüfer, Analysten und Regulatoren – werden eingesetzt, um diesen Problemen zu begegnen. Aktionäre wählen **Wirtschaftsprüfer** und SWIPRA gibt Empfehlungen für diese Wahl, basierend auf Analysen der Unabhängigkeit, der geforderten Gebühren und der Kontrolle der Revisoren. **Anreiz- und Vergütungssysteme** spielen heutzutage eine wichtige Rolle, vor allem auch im Diskurs zwischen Unternehmen und Aktionären. Eine wesentliche Erkenntnis hierbei ist, dass es für ein Unternehmen unmöglich ist, *keine* Anreize für seine Arbeiter und sein Management zu setzen. Es existieren immer gewisse Anreize, egal ob sie nun explizit oder implizit, monetärer oder nicht-monetärer Natur sind. SWIPRA erwartet von einem Unternehmen, dass es diesen Zusammenhang bei der Gestaltung des Vergütungssystems berücksichtigt indem es ein *umfassendes* Vergütungssystem entwickelt. Dieses soll möglichst viele Faktoren berücksichtigen, die den Unternehmenserfolg implizit und explizit beeinflussen, und dadurch die Anreize für die Arbeitnehmer so steuern, dass diese positiv zum Unternehmenswert beitragen. Die SWIPRA Stimmempfehlungs-Grundsätze berücksichtigen in diesem Zusammenhang insbesondere Faktoren wie die Ausrichtung des Vergütungsplans auf die Wertschöpfung im Unternehmen (und dadurch auf die strategischen, vom Verwaltungsrat gesetzten Ziele), die Qualität der Verbindung zwischen Leistung und Entlohnung („pay-for-performance“), die langfristige Orientierung des Vergütungsplans, sowie eine Reihe von wichtigen Ausgestaltungsaspekten für Bonuspläne mit Bar- sowie auch Aktienvergütungen.

#### **Konkrete Implikationen und Beispiele:**

- (1) Unternehmen sollten klar kommunizieren, weshalb das gewählte Vergütungssystem das am **besten zur Unternehmensstrategie passende ist**.





- (2) Um die zweckmässige Ausgestaltung des **Kontrollmechanismus bezüglich der Anreize des Vergütungssystems** zu beurteilen, untersucht SWIPRA unter anderem, ob eine explizite Vergütungspolitik besteht, ob die Rollen des Vergütungsausschusses und des Verwaltungsrates klar definiert sind, und ob die Art und Weise, in der Berater und Vergleichswerte herangezogen werden, transparent ist.
  - (3) SWIPRA berücksichtigt zudem, ob **Mitglieder des Verwaltungsrates, die nicht gleichzeitig Teil des Managements sind**, eine angemessene Vergütung erhalten, welche ihre Unabhängigkeit, aber auch ihren Fokus auf das langfristige Wohlergehen des Unternehmens gewährleistet. Generell favorisiert SWIPRA für diese Art Verwaltungsratsmitglieder entweder fixe Barzahlungen, oder eine moderate Form von aktienbasierter Vergütung.
  - (4) Die **Vergütung von Managementmitgliedern** sollte von der erbrachten Leistung, auch im Zusammenhang mit der Umsetzung der Strategie, abhängig gemacht werden, sowie einen angemessenen Anreiz für zukünftige Leistungen enthalten. SWIPRA prüft insbesondere, in welchem Ausmass Anreize für das Management geschaffen werden, welche die Profitabilität und Kosten (inklusive der eingegangenen Risiken) sowie den Umfang des investierten Kapitals berücksichtigen (im Sinne einer Residualeinkommens-Betrachtung).
  - (5) SWIPRA prüft das Vergütungs-Leistungs-Verhältnis („pay-for-performance“), indem Veränderungen beim Geschäftsergebnis auf operativer sowie auf Reingewinn-Ebene in Relation zu den Veränderungen in der Vergütung gestellt werden. SWIPRA erwartet von Unternehmen, dass sie den Aktionären angemessene Informationen darüber zur Verfügung stellen, wie und durch welche Massnahmen Vergütung und Unternehmenserfolg miteinander verknüpft sind.
5. **Asymmetrische Information** zwischen dem Management, dem Verwaltungsrat und dem Markt ist eine der wesentlichsten Herausforderungen für viele Firmen. Verständlicherweise möchten das Management und der Verwaltungsrat nicht alle Informationen mit dem Markt teilen, da dies zu Wettbewerbsnachteilen führen kann. Einerseits möchte das Management einen Informationsvorsprung über die anderen Marktteilnehmer haben. Andererseits könnten Aktionäre jedoch eine sogenannte nachteilige Selektion („adverse selection“) befürchten, da andere Marktteilnehmer davon ausgehen könnten, dass das Management und der Verwaltungsrat ihren stark ausgeprägten Informationsvorteil missbräuchlich einsetzen. Die rationale Reaktion der Aktionäre besteht darin, in einem solchen Fall eine Risikoprämie zu verlangen, zum Beispiel in Form einer Liquiditätsrisikoprämie, da weniger Investoren die Aktie handeln werden. Diese Prämie verursacht höhere Eigenkapitalkosten und einen höheren WACC. Gleichermassen wichtig ist das Vertrauen der Regulatoren, der staatlichen Behörden sowie anderer



Interessengruppen in das Unternehmen. Insgesamt ist in der heutigen Zeit die **Kommunikation** innerhalb des Unternehmens, wie auch ausserhalb mit dem Kapitalmarkt, den Regulatoren und anderen Interessengruppen, ein essentieller Erfolgsfaktor für ein Unternehmen. SWIPRA prüft insbesondere den gesamten Lagebericht auf die genannten Aspekte.

### **Konkrete Implikationen und Beispiele:**

- (1) Prinzipiell erstellt SWIPRA die Stimmempfehlungen für die meisten Traktanden der Generalversammlung auf Basis der **vom Unternehmen zur Verfügung gestellten Informationen**. Dadurch können spezifische Fälle angemessen und individuell geprüft werden.
  - (2) Ein häufiges Problem in der Praxis ist die Transparenz der Vergütungsberichte. SWIPRA ist sich bewusst, dass gewisse Informationen aus **Wettbewerbsgründen** nicht offengelegt werden dürfen. Jedoch sollten Unternehmen, wenn immer möglich, die Leistungsziele sowie die effektiv realisierten Ergebnisse der Exekutivmitglieder vergleichend darstellen und dieses Verhältnis offen kommunizieren. Eine generelle Erklärung, dass Leistungsziele als Geschäftsgeheimnisse gelten, reicht im heutigen Marktumfeld nicht mehr aus und ist insgesamt nur für bestimmte Leistungsziele zutreffend. Die Informationspolitik hängt zudem vom gewählten Modus der Vergütungsabstimmung („Say-on-Pay“-Regime) eines Unternehmens ab. Bei einem durchgehend prospektiven Abstimmungssystem ohne nachträgliche Konsultativabstimmung wird SWIPRA strenge Standards bei der Prüfung der vorgeschlagenen Vergütungssummen ansetzen.
  - (3) SWIPRA empfiehlt (aber verlangt nicht), dass Unternehmen die **effektiv realisierten Vergütungs-Auszahlungen der vergangenen Jahre** in einer separaten Tabelle veröffentlichen.
6. Die **Risikobereitschaft** ist ein weiteres wichtiges Thema. Jegliche unternehmerische Tätigkeit ist risikobehaftet. Innovation ist per Definition risikoreich. Interessanterweise entspricht es der gängigen Meinung, dass sich Aktionäre vor exzessiver Risikobereitschaft des Managements sorgen sollten. Dies erscheint bei Betrachtung einzelner aktuellerer Fälle sicherlich richtig. Zumindest im ökonomischen Sinne wird die Agency-Problematik zwischen Aktionären und Managern jedoch mit der Annahme begründet, Aktionäre seien besser diversifiziert und im Grunde risikotoleranter als Manager. Manager sind hingegen oft unter-diversifiziert (vor allem wenn sie Aktienkapital desselben Unternehmens halten, für welches sie arbeiten) und sind deshalb in der Tendenz eher risiko-avers. Manager gehen grundsätzlich weniger Risiko ein als für die Aktionäre optimal wäre und verzichten dadurch möglicherweise auf Investitionen mit hohem ROIC. Die Wahl von Managern und Verwaltungsräten mit einer der Situation angemessenen Risikobereitschaft sowie einem ausgewogenen, unternehmerischen Denken fördernden Vergütungssystem, kombiniert mit



angemessenen Kontrollmechanismen und einer adäquaten Offenlegung der Risiken sind zentrale Faktoren, welche SWIPRA's Stimmempfehlungen für eine Reihe von Anliegen bestimmen.

### **Konkrete Implikationen und Beispiele:**

- (1) Bei der Überprüfung von Vergütungen achtet SWIPRA darauf, ob das **Vergütungssystem** die vom Management eingegangenen Risiken berücksichtigt, zum Beispiel indem die Kapitalkosten in den Profitabilitätskennzahlen berücksichtigt werden (siehe Punkt 7).
- (2) Falls Performance-Aktien (deren Ausübungsmöglichkeit von der Erreichung bestimmter Leistungsziele anhängen) oder Aktienoptionen verwendet werden, erwartet SWIPRA Informationen seitens des Unternehmens, die belegen, dass im Vergütungssystem **keine unangemessenen Risikoanreize** gesetzt werden.
- (3) SWIPRA erachtet ein paralleles Mandat im **Vergütungs- und Prüfungsausschuss** als potentiell konfliktbehaftet. Entsprechend der Erkenntnisse aus der Literatur folgt SWIPRA jedoch keiner strikten Regel, welche für einen solchen Fall automatisch ein Nein-Votum vorsehen würde, insbesondere wenn eine Firma darlegen kann, dass eine gewisse Überschneidung beider Komitees sinnvoll ist. SWIPRA überprüft die Informationen des Unternehmens über die bestehenden Prozesse zur Sicherstellung der Kontrollmechanismen zwischen den Ausschüssen. Es soll sichergestellt werden, dass der Prüfungsausschuss die Qualität der den Vergütungen zugrunde liegenden, vom Vergütungs-Ausschuss berechneten Kennzahlen in erforderlichem Masse prüft. Der Vergütungsprozess soll damit unabhängig von individuellen Entscheidungen des Vergütungsausschusses und des Verwaltungsrates stattfinden können.
- (4) Corporate Social Responsibility (CSR), also die übergeordnete Einbeziehung von Umwelt-, Ethik-, Konsumentenschutz- und Menschen-rechtsanliegen in Geschäftsstrategien und -handlungen, sowie die entsprechenden CSR-Berichte, stehen heutzutage vor allem bei multinationalen Unternehmen im Mittelpunkt öffentlicher Aufmerksamkeit. Aus diesem Grund ist es wichtig, dass der Fokus des Risikomanagements von einer eingeschränkten Aktionärs- auf eine breitere Stakeholder-Perspektive ausgeweitet wird und dabei auch CSR-Faktoren berücksichtigt werden. Für SWIPRA ist es wichtig zu verstehen, wie und durch wen diese breiteren Stakeholder-Risiken im Rahmen des Risikomanagements, der Unternehmensstrategie und der Anreizsysteme adressiert und gesteuert werden.



7. In Verbindung mit den in Punkt 6 betrachteten Aspekten werden sowohl das Unternehmensrisiko (im weitesten Sinne) als auch das finanzielle Risiko werden in den Kapitalkosten einer Firma reflektiert. Eine essentielle Einsicht der Corporate Finance ist deshalb, dass der **WACC nicht exogen gegeben ist**, sondern viel mehr vom Management gesteuert werden kann. Eine fundamentale Idee hierbei ist, dass ein höherer Verschuldungsgrad das Risiko erhöht, welche die Eigenkapitalgeber tragen. Aktionäre verlangen deshalb höhere Renditen für Unternehmen mit einem hohen Verschuldungsgrad, weil das Eigenkapital dieser Unternehmen risikoreicher ist. Diese Idee steht in Kontrast zu dem gelegentlich genannten Argument, dass es für Firmen mit hohen Eigenkapitalkosten nicht attraktiv sei, zusätzliches Eigenkapital aufzunehmen. Falls ein solches Unternehmen mehr Eigenkapital emittiert, sinkt auch das vom Eigenkapital getragene finanzielle Risiko mit der Folge, dass eine geringere Risikoprämie eingefordert wird.

#### **Konkrete Implikationen und Beispiele:**

- (1) SWIPRA überwacht sorgfältig, ob der Verwaltungsrat im Geschäftsbericht genau erklärt, was der WACC der Firma ist. Dieses Verständnis ist wichtig, um den Investoren ein Urteil darüber zu ermöglichen, ob ihr Kapital so effizient wie möglich genutzt wird. Dies gilt insbesondere für Anträge im Zusammenhang mit Aktienrückkäufen oder Dividenden.
  - (2) Wie bereits angemerkt, achtet SWIPRA bei der Überprüfung des **Vergütungssystems** darauf, ob es Anreize für das Management setzt, die Kapitalkosten, d.h. das Unternehmensrisiko (sowohl im engeren Sinne als auch in der weiteren ESG-Definition) und das finanzielle Risiko, in ihrer Entscheidungsfindung zu berücksichtigen.
8. Allgemeiner betrachtet kann die **Kapitalstruktur** – die Wahl zwischen Eigenkapital, Fremdkapital und anderen Instrumenten – durch ihre Auswirkungen auf den WACC und den ROIC wertgenerierend sein. Ein Aspekt hierbei ist der traditionelle Zielkonflikt zwischen den Steuervorteilen von Fremdkapital und den Kosten finanzieller Notlagen („Financial Distress“), welche entstehen wenn ein Unternehmen nahe am Konkurs<sup>2</sup> ist. Dieser Zielkonflikt ist für ein bestimmtes Unternehmen oft nur schwer quantifizierbar. Nichtsdestotrotz stellt es für SWIPRA ein brauchbares Hilfsmittel für die Analysen dar. Daneben gibt es noch weitere, eher subtile aber manchmal sehr wichtige Aspekte, die im Zusammenhang mit der Agency-Problematik zwischen Aktionären und Management stehen. Ein klassisches Problem in der Beziehung zwischen Eigen- und Fremdkapital ist die Substitution von Vermögenswerten. Demnach haben Aktionäre möglicherweise einen Anreiz in risikoreiche Vermögenswerte zu investieren, weil sie vom theoretisch unbegrenzten Gewinnpotential profitieren, gleichzeitig aber nur ein limitiertes Verlustrisiko tragen, begrenzt auf das eingesetzte Kapital. SWIPRA legt zudem ein

---

<sup>2</sup> Diese Kosten können direkte Konkurskosten sein, sie können aber auch indirekten Kosten, wie zum Beispiel den Verlust von Angestellten, Lieferanten und Kunden, beinhalten.



besonderes Augenmerk auf die Kapitalstruktur eines Unternehmens, da eine exzessive Verwendung von Fremdkapital zu einem Schuldenüberhang führen kann. Dies bedeutet, dass Firmen mit einer grossen Verschuldung in Zukunft grosse Schwierigkeiten haben können, zusätzliches Fremdkapital aufzunehmen. Dies wiederum beschränkt die Möglichkeiten des Unternehmens Projekte mit positivem ROIC zu realisieren<sup>3</sup>. Ein weiteres Thema beim Zusammenwirken von Kapitalstruktur und Corporate Governance ist der potentielle Konflikt zwischen unterschiedlichen Aktionärsgruppen, beispielsweise zwischen Grossaktionären und Minderheitsaktionären. Dieses Problem besteht zum Beispiel bei Aktienkapitalausschüttungen oder wenn sich die Struktur des Aktienkapitals verändert.

### **Konkrete Implikationen und Beispiele:**

- (1) SWIPRA empfiehlt generell ordentlichen, genehmigten, und bedingten **Kapitalerhöhungen** zuzustimmen, prüft aber auch sorgfältig unter welchen Umständen die Kapitalerhöhungen durchgeführt werden sollen, und schenkt auch den Unterschieden in den verschiedenen Methoden Beachtung. In jedem Fall verlangt SWIPRA aber, dass die Unternehmen ihre Überlegungen in Bezug auf den Umfang der Kapitalerhöhung erklären, womit dem Problem der impliziten **Verwässerung** der Stimmrechte von bestehenden, unter Kapitalknappheit leidenden Aktionären Rechnung getragen wird.
  - (2) Für Beispiele zu dualen Aktienkapitalstrukturen, Pflichtangebotsregelungen und Übertragungsbeschränkungen verweist SWIPRA auf die Beispiele unter Punkt 3.
9. SWIPRA stellt fest, dass das Wohlergehen des Unternehmens und damit der Aktionäre von den Beiträgen vieler Interessengruppen abhängt. Eine erfolgreiche Firma ist gut in der „Teamproduktion“; das heisst dass weder Kapital noch Arbeitskräfte alleine ausreichen um gute Ergebnisse und einen hohen ROIC zu erzielen. Wie von Jensen und Meckling (1976) hervorgehoben, ist die Firma de facto eine „Verknüpfung vertraglicher Beziehungen“. Mit anderen Worten, eine Vielzahl von Interessensgruppen tragen zum Unternehmenserfolg bei und haben daran teil. In diesem Kontext ist das sogenannte „**hold-up**“-Problem (oder auch „ausservertragliches Anreizproblem“) ein essentieller Bestandteil der Beziehungen innerhalb eines Unternehmens. Auf einer konzeptionellen Ebene ergibt sich folgende

---

<sup>3</sup> Das überaus wichtige Theorem von Modigliani und Miller (1958) besagt, unter der Annahme perfekter Kapitalmärkte, die Kapitalstruktur sei irrelevant für den Unternehmenswert. Das Theorem ist deshalb wichtig, weil es hervorhebt, dass der Unternehmenswert prinzipiell nicht einfach durch eine simple finanzielle Restrukturierung verändert werden kann. Nur wenn die Annahmen nicht erfüllt sind – wie z.B. wenn die Märkte nicht kompetitiv sind, wenn es verzerrende Steuern, asymmetrische Information oder Transaktionskosten gibt, oder wenn die Kapitalstruktur einen Einfluss auf die Geldflüsse der Firma hat – dann ist die Kapitalstruktur relevant für den Unternehmenswert.



Schwierigkeit:<sup>4</sup>Wenn ein Akteur, wie beispielsweise das Management, firmenspezifische Investitionen in sein Humankapital macht, wie sich Fachwissen über die einzelnen Produkte der Firma anzueignen, erhöht diese Investition den Unternehmenswert und dadurch den Wohlstand aller Interessengruppen des Unternehmens. Wenn das Management jedoch am Periodenende von Verwaltungsrat und Aktionären nicht fair für sein Engagement entlohnt wird, können sich daraus zwei Probleme ergeben: Erstens entstehen kostspielige Nachverhandlungen (mit anschliessenden psychologischen Kosten) und zweitens könnte das Management Investitionsentscheidungen zurückhalten, da es davon ausgehen muss, dass der Verwaltungsrat ihm die spätere Rendite seiner Investition möglicherweise vorenthalten wird. Dieses sog. „hold-up“-Problem existiert auch zwischen einzelnen Firmen<sup>5</sup>. Ein massgebender Faktor, der diesem Problem entgegenwirken kann, ist die **Glaubwürdigkeit** des Unternehmens, sowie sein Verhalten bei der **Zusammenarbeit** mit Lieferanten und Kunden. SWIPRA ist deshalb der Ansicht, dass sich integre Unternehmen generell in einer besseren Position befinden, um Versprechen bezüglich spezifischer Investitionsvergütungen gegenüber ihren Interessengruppen zu machen. Dies kann die Interessengruppen möglicherweise dazu treiben, höhere firmenspezifische Investitionen zu tätigen und so positiv zum ROIC der Firma beizutragen.<sup>6</sup>

### **Konkrete Implikationen und Beispiele:**

- (1) In der Analyse der vorgeschlagenen **Art der Vergütungsabstimmung** eines Unternehmens (ein Traktandum, welches für schweizerische, börsenkotierte Aktiengesellschaften durch die Einführung der „Verordnung gegen übermässige Vergütungen“ insbesondere in der Generalversammlungssaison 2015 relevant war und auch zukünftig relevant bleiben wird, da Unternehmen die Eignung ihrer leistungsbezogenen Vergütung weiterhin auf den Prüfstand stellen

---

<sup>4</sup> Siehe Hart (1995) für eine umfassende, zugängliche Abhandlung. Grossman und Hart (1986), Hart und Moore (1990), und Williamson (1975) liefern einige der akademischen Grundlagen.

<sup>5</sup> Betrachten wir einen Zulieferer S, der entscheiden muss, ob er einen zusätzlichen Aufwand betreiben soll um ein Produkt herzustellen, welches speziell gut geeignet ist für die Abnehmerfirma B. Sobald das Produkt auf die speziellen Bedürfnisse von B angepasst wurde, kann S das Produkt nicht mehr ohne zusätzliche Kosten wie Materialanpassungen an einen anderen Abnehmer im Markt verkaufen. An diesem Punkt hat B, welcher im Fall einer Beauftragung eines Konkurrenten von S verhältnismässig geringe Kosten für den zusätzlichen Zeitaufwand zu tragen hat, plötzlich einen Anreiz, S damit zu drohen, die Zahlungen zurückzuhalten; sie werden den Preis neu verhandeln und S wird nicht die ganze Rendite auf seine Investitionen erhalten. S weiss dies ex-ante und wird deshalb von Anfang an weniger als den optimalen spezifischen Aufwand betreiben, den er im Ausgangsszenario betrieben hätte. Eine Art diesem Problem zu begegnen wäre die Integration der beiden Firmen; B könnte zum Beispiel S kaufen.

<sup>6</sup> Eine wichtige Konsequenz dieses Paradigmas ist, dass die Maximierung der Aktionärs Gewalt de facto nicht unbedingt im Interesse der Aktionäre ist. Lesen Sie, zum Beispiel, Burkart, Gromb und Panunzi (1997) und Blair und Stout (1999) für vertiefte konzeptionelle Argumente und Wagner und Wenk (2013) für eine Anwendung des Say-on-Pay Regimes. Dennoch gibt es auch Studien die darauf hindeuten, dass, allgemein gesprochen, mehr Aktionärsrechte tendenziell mit einem höheren Unternehmenswert verbunden sind (Cremers und Ferrell 2014).





werden) hat sich herausgestellt, dass Unternehmen häufig einem Zielkonflikt gegenüberstehen: ein Teil oder sogar die gesamte variable Vergütung einer retrospektiven Abstimmung zu unterziehen hat den Vorteil, den Aktionären eine Entscheidung über die Vergütung des Managements angesichts der wahrgenommenen Leistung zu ermöglichen. Damit können die Aktionäre direkt ein Urteil darüber fällen, ob sie die betreffende Vergütung als angemessen ansehen. Retrospektive Vergütungsabstimmungen stellen unter idealen Umständen womöglich die natürlichste Form der Leistungsvergütung dar. Ein Problem dabei ist jedoch, dass die Aktionäre möglicherweise die Auszahlung des vereinbarten Betrages verweigern, auch wenn entscheidende Leistungskennzahlen vorgängig definiert und vom Management erreicht wurden. Dies könnte vor allem dann der Fall sein, wenn sich die finanzielle Situation eines Unternehmens gegen die Generalversammlung hin verschlechtert hat. Aktionäre könnten dann weniger gewillt sein, die Versprechen des Verwaltungsrats gegenüber dem Management einzuhalten oder möglicherweise selbst unsicher sein, ob diese Versprechen überhaupt den Aktionären zur Abstimmung vorgelegt werden sollen.

- (2) Aus diesem Grund erachtet SWIPRA das **prospektive Abstimmungsverfahren** als einen angebrachten Abstimmungsmodus für viele Unternehmen – vor allem in Kombination mit einer transparenten Darstellung des Vergütungssystems und dem **Bekenntnis, eine ex-post Konsultativabstimmung über den Vergütungsbericht** zu halten. SWIPRA hat diese praktischen Überlegungen in einem Positionspapier über die Implementierung der Verordnung gegen übermäßige Vergütungen detailliert aufgezeigt.

10. Der Wert, der innerhalb eines Unternehmens erwirtschaftet wird, braucht letztendlich einen Weg, um denjenigen Personen zugute zu kommen, welche die Mittel für diese Wertgenerierung bereitgestellt haben. Hierbei gibt es zwei konzeptionell unterschiedliche Varianten: **Werttransformation** und **Werttransfer**.<sup>7</sup> Zuerst muss der interne Unternehmenswert, welcher durch eine effiziente Ressourcenallokation erschaffen wird, in einen externen Wert umgewandelt werden. Sprich, er manifestiert sich durch eine Steigerung des Aktienpreises. Die Kommunikation der Wertgenerierung ist demzufolge essentiell. Als Zweites stellt sich die Frage, wie die Firma den Wert am besten an ihre Aktionäre weitergibt. Im Prinzip können Aktionäre ihre eigenen Dividenden generieren, indem sie ihre Aktien verkaufen. In der Praxis wenden Unternehmen eine explizite Ausschüttungspolitik an, indem sie Aktienrückkaufprogramme lancieren und Dividenden

---

<sup>7</sup> Siehe Labhart und Volkart (2009) für mehr Details dieses Konzept betreffend. Labhart (1999) und Eccles et al. (2001) liefern einflussreiche Beiträge über die Wertberichterstattung.



ausschütten. Nur wenn Aktionäre damit rechnen eine angemessene Rendite auf ihre Investitionen zu erhalten, sind sie auch bereit Mittel zur Verfügung zu stellen. Die Empfehlungen von SWIPRA betreffend der Ausschüttungspolitik folgen diesen Überlegungen und berücksichtigen zusätzliche Aspekte, wie die Nachhaltigkeit der Ausschüttungspolitik und steuerliche Auswirkungen.

### **Konkrete Implikationen und Beispiele:**

- (1) Nach SWIPRA's Auffassung sollte die wertorientierte Berichterstattung einen umfassenden Überblick dazu geben, welche strategischen Ziele der Verwaltungsrat gesetzt hat, wie sich diese strategischen Ziele in finanziellen und nicht-finanziellen Werttreibern spiegeln, wie diese Werttreiber und damit verbundene Risiken (inklusive CSR-Risiken) in die Leistungsanreize der Vergütung einfließen, und wie diese Kombination aus strategischen Zielen, Werttreibern und Vergütungsanreizen die Wertgenerierung für die Aktionäre sicherstellt. Diese gesamtheitliche Betrachtungsweise spielt beispielsweise bei der Analyse der Vergütungstraktanden eine Rolle.
- (2) SWIPRA ist der Ansicht, dass jede Firma einer **expliziten Ausschüttungspolitik** folgen sollte, um damit die Erwartungen der Aktionäre bezüglich des Investitions- und des Cash-Managements und der Dividendenauszahlungen über die Zeit zu lenken. Abweichungen von solchen Richtlinien sind natürlich möglich, sollten aber begründet werden. Die Ausschüttungspolitik sollte eine Firma (a) nicht dazu zwingen, auf Investitionen in wertsteigernde Projekte zu verzichten, (b) nicht offensichtlich die Position von Gläubigern negativ beeinflussen (c) die finanzielle Position des Unternehmens nicht beeinträchtigen und (d) so gross wie möglich sein, falls die drei zuvor genannten Punkte (a) bis (c) erfüllt sind.
- (3) SWIPRA ist der Meinung, dass aufgrund der Ausgestaltung des heutigen Steuersystems die erwirtschafteten freien Cash-flows primär durch **Aktienrückkäufe** und Dividenden an die Aktionäre zurückgeführt werden sollten (letzteres vor allem dann, wenn dies in einer **steuereffizienten** Weise gemacht wird, das heisst, wenn **Dividenden aus Kapitaleinlage-Reserven** gezahlt werden). Besondere Beachtung sollte der Aktionärsstruktur geschenkt werden, vor allem bei der Wahl einer Rückkaufmethode.

Die detaillierten SWIPRA Stimmempfehlungs-Grundsätze reflektieren grundsätzlich die Idee, dass Unternehmen, die sich effizient und aktiv mit den hier besprochenen Faktoren auseinandersetzen, einen kompetitiven Vorteil haben und daraus nachhaltig Wert generieren können.



### 3 Kein allgemeingültiges “Best Practice” Modell: Das Endogenitätsproblem

Viele normative Empfehlungen zu Führungs- und Kontrollstrukturen eines Unternehmens beziehen sich auf sogenannte „Best Practice“-Ansätze.

Manchmal leiten sich diese Beiträge lediglich von einem “intuitiven Verständnis” ab, wie ein Unternehmen wirtschaftet oder wirtschaften sollte; dieser introspektive Ansatz ist im besten Fall unvollständig, in den meisten Fällen jedoch sogar gefährlich für die nachhaltige Wertgenerierung des Unternehmens.

Manchmal beziehen sich diese Hinweise tatsächlich auf eine empirische Tatsache dieser oder jener Form. In einigen Studien wurde beispielsweise beobachtet, dass bestimmte Führungseigenschaften mit einem besseren Ergebnis in Verbindung gebracht werden können.

Eine empirische Herangehensweise hat bedeutsame Vorzüge – weswegen sich auch SWIPRA an diesem Vorgehen orientiert. Jedoch verwendet SWIPRA diese mit Vorsicht und immer unter Berücksichtigung eines wichtigen Vorbehalts, welcher unter Ökonomen als **Endogenitätsproblem** bezeichnet wird. Dieses Problem hat eine technische (ökonometrische) aber auch eine intuitive, leicht verständlich Komponente.

Die unten abgebildete Grafik 1, welche eine angepasste Version von Adams, Hermalin und Weisbach (2010) ist, könnte das Resultat einer empirischen Studie sein, welche die Beziehung zwischen einer bestimmten Eigenschaft der Führungsstruktur (wie beispielsweise die Unabhängigkeit des Verwaltungsrates) und dem Unternehmenserfolg untersucht.

Aus einer solchen Studie könnte der Beobachter schliessen, dass die Aktionäre der Firma 1 bessergestellt werden können, wenn sie die untersuchte Eigenschaft ähnlich konfigurieren würde wie Firma 2 (in diesem Fall die Unabhängigkeit des Verwaltungsrates).

Ein Stimmrechtsberater könnte tatsächlich Hinweise, wie sie in Grafik 1 aufgeführt sind, verwenden um den Aktionären von Firma 1 zu empfehlen, immer für Verwaltungsratsmitglieder mit einer höheren Unabhängigkeit zu stimmen. In ähnlicher Weise könnte der Stimmrechtsberater auch eine Empfehlung gegen ein potentielles Verwaltungsratsmitglied abgeben, welches einen geforderten Mindest-Unabhängigkeitswert nicht erfüllt (zum Beispiel, wenn der Kandidat ein früheres Mitglied des Managements ist).

Unglücklicherweise können solche Ratschläge auf gefährliche Weise fehlgeleitet sein. Grafik 2 illustriert warum dies so sein kann.

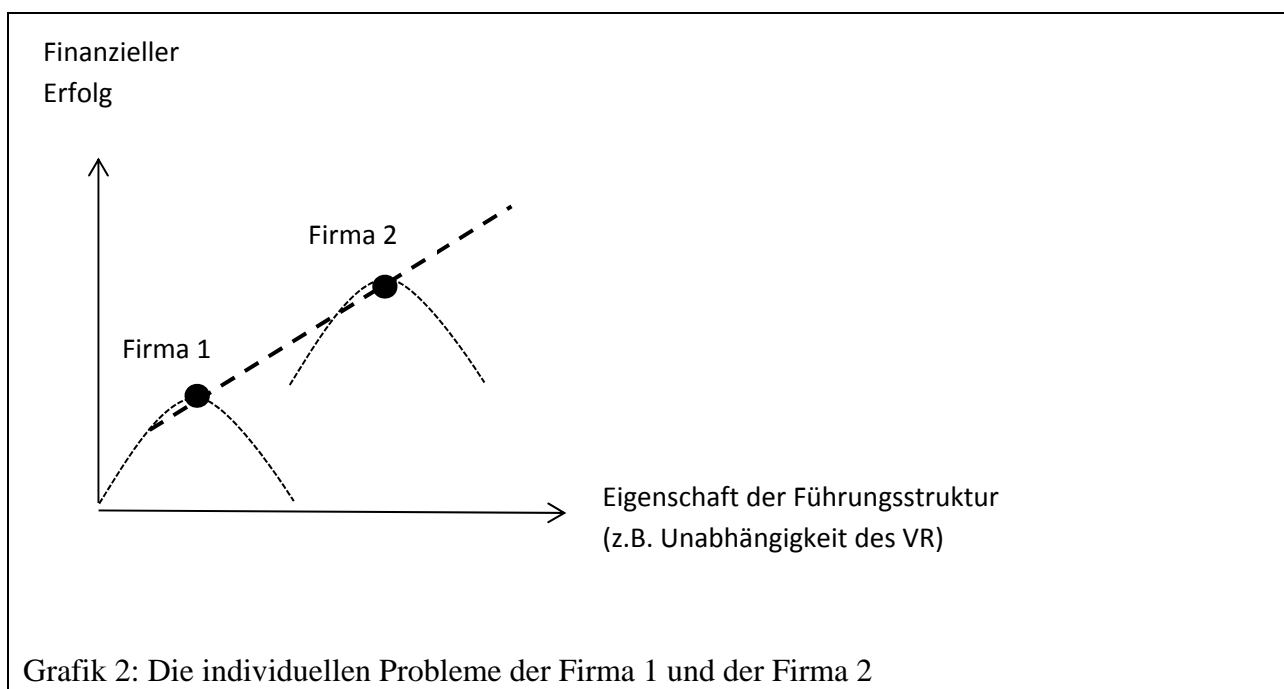
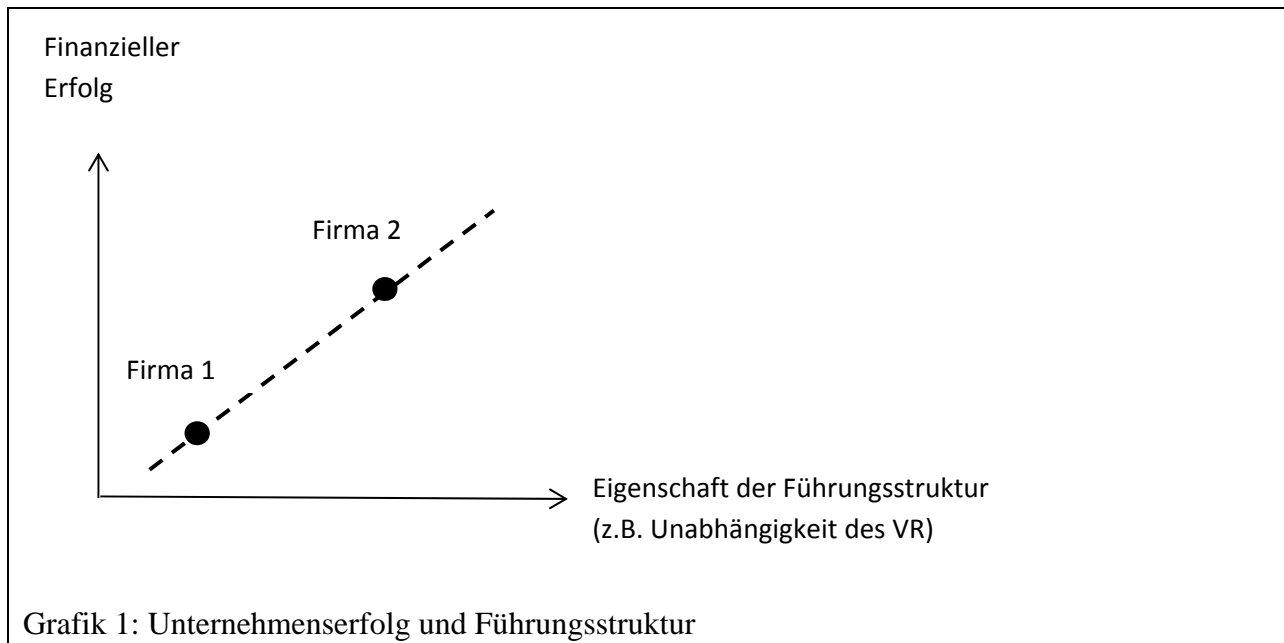


Abbildung 2 zeigt die Optimierungsprobleme der Firmen 1 und 2 (gepunktete Kurven). Die Unternehmen stehen zwei unterschiedlichen Problemen gegenüber. Deshalb optimieren sie unterschiedliche Probleme, die tendenziell auch unterschiedliche Lösungen haben. Vielleicht sind sie in unterschiedlichen Sektoren tätig, vielleicht befinden sie sich in unterschiedlichen Stadien ihres Lebenszyklus etc. Tatsächlich befinden sich beide Firmen an dem für sie *individuell optimalen* Punkt. Wenn also die Corporate Governance betreffende Daten analysiert, muss man beachten, dass die Führungsinstitutionen und andere Firmenrichtlinien nicht zufällig gewählt oder



von aussen bestimmt wurden. Diese Firmenrichtlinien stehen in einem **endogenen Verhältnis** zu anderen, teilweise nicht beobachtbaren, Faktoren.

Die unmittelbare praktische Auswirkung davon ist, dass die Aktionäre der Firma 1 von den Resultaten (in diesem Falle mehr unabhängige Verwaltungsräte) enttäuscht sein werden, falls sie den Ratschlag des Stimmrechtsberaters „mehr Unabhängigkeit ist besser“ befolgen.

Natürlich bedeuten diese Resultate nicht, dass von empirischen Studien nichts gelernt werden kann oder dass man tun und lassen kann, was man will. Stattdessen können diese Erkenntnisse die Argumente und Vorschläge zur Corporate Governance mit mehr Struktur und Fachwissen unterlegen. SWIPRA zieht die folgenden Schlüsse aus diesen Überlegungen:

Erstens **kann eine einzelne Vorgehensweise nicht für alle optimal** sein. Generell gibt es keine „beste Vorgehensweise“ („best practice“); wenn überhaupt, gibt es Elemente von Vorgehensweisen, die in einer gegebenen Situation optimal für ein Unternehmen sein können. Realistisch gesehen ist es jedoch schwierig, diese mittels einer empirischen Datenanalyse herauszukristallisieren.

Zweitens, wenn empirische Erkenntnisse verwendet werden, um bestimmte Themen (wie zum Beispiel die Rolle der Corporate Governance bei der Unternehmensperformance) zu adressieren, legt SWIPRA ein **besonderes Augenmerk auf die Methodologie**, welche in den betreffenden wissenschaftlichen Arbeiten verwendet wurden. SWIPRA misst Studien grössere Bedeutung bei, wenn diese das soeben beschriebene Endogenitätsproblem thematisieren und dadurch auch eine wirkliche, kausale Beziehung zwischen bestimmten Charakteristika und dem Unternehmenserfolg herstellen können. In der Tendenz gewichtet SWIPRA diejenigen wissenschaftlichen Arbeiten weniger, die lediglich Korrelationen betrachten und die Tatsache ignorieren, dass unbeobachtete Faktoren (wie beispielsweise unterschiedliche Ausgangslagen) den Unternehmenserfolg sowie auch das untersuchte Firmenmerkmal beeinflussen können.

Drittens sollten sich Unternehmen auf eine „Best Practice“ bei der **Kommunikation der vorgeschlagenen Corporate Governance-Strukturen** und anderen Traktanden der Generalversammlung fokussieren. Zum Beispiel vertritt SWIPRA die Meinung, dass es in der Verantwortung einer Firma liegt, zu erklären, inwiefern und weshalb ein vorgeschlagener Verwaltungsratskandidat (und die daraus resultierende Zusammenstellung des Verwaltungsrates) mit der Strategie des Unternehmens konform ist. **Demzufolge wird ein reiner „Comply-or-Explain“-Ansatz der komplexen Realität nicht gerecht.** SWIPRA ist davon überzeugt, dass den Aktionären am besten gedient ist, wenn Unternehmen *erklären* was sie machen. Deshalb sucht SWIPRA bei den Unternehmen nach relevanten Informationen und weitergehenden Erläuterungen zu Traktanden der Generalversammlung.



Viertens, wenn ein Unternehmen eine völlig unterschiedliche Führungsstruktur hat als andere Unternehmen in einer vergleichbaren Position, kann dies ein Indikator für eine nicht-optimale Arbeitsweise des betreffenden Unternehmens sein.

#### **4 Evidenz-basierte Stimmempfehlungs-Grundsätze: Welche Evidenz?**

Wie bereits erklärt wurde, erstellt SWIPRA die Stimmempfehlungen aufgrund von empirischen Studien und aufgrund von konzeptionellen Überlegungen. SWIPRA macht dies mit der Absicht, ihren Kunden ein transparentes Set von Empfehlungen zu liefern, inklusive Erläuterungen *weshalb* eine bestimmte Empfehlung abgegeben wurde.

Eine latente Schwierigkeit bei diesem Ansatz ist, dass die Mehrzahl der vielen existierenden Studien zum Thema Corporate Governance nicht auf einer den Schweizer Markt betreffenden Datengrundlage basieren. Empirische Studien profitieren normalerweise von grossen Stichproben, und die Stichprobengrösse in der Schweiz ist in Bezug auf die Anzahl Unternehmen als auch auf die verfügbare Zeitreihe limitiert, obwohl der schweizerische Markt eine bedeutsame Grösse hat. Über die letzten zehn Jahre gemittelt hat die Schweiz global gesehen die zehnt-höchste Marktkapitalisierung, gemessen als Summe der Marktkapitalisierung aller in der Schweiz kotierten Unternehmen. Ende November 2015 trug der Schweizer Markt 2.32% zur weltweiten Marktkapitalisierung bei.

Sofern verfügbar, bezieht sich SWIPRA auf Studien, welche auf dem Schweizer Markt basieren. Zudem ist SWIPRA bestrebt, Studien zu unterstützen und durchzuführen, welche unser Wissen über die schweizerisch-spezifischen Aspekte der Unternehmensfinanzierung und Corporate Governance erweitern. Einige Stimmen behaupten, dass Erkenntnisse von US-amerikanischen Studien nur eine limitierte Relevanz für den schweizerischen Markt haben, weil US-Unternehmen eine komplett andere Aktionärsstruktur hätten. Andere wiederum argumentieren konkret, dass in den USA grundsätzlich alle Unternehmen durch eine zersplitterte Aktionärsstruktur charakterisiert sind. Wie festgestellt wurde, handelt es sich hierbei jedoch um einen Mythos. Zum Beispiel haben Anderson und Reeb (2003) herausgefunden, dass über ein Drittel der Unternehmen im S&P 500 – die grössten 500 Unternehmen in den USA – von Familien kontrolliert werden<sup>8</sup>. Aus diesem Grund ist SWIPRA der Meinung, dass die Erkenntnisse der umfangreichen empirischen Literatur über Corporate Governance ausserhalb der Schweiz bis zu einem gewissen Grad tatsächlich auch wertvolle Informationen für den Entscheidungsprozess von in der Schweiz aktiven Investoren enthalten. Natürlich muss situationsbezogen immer kritisch hinterfragt werden, ob es sinnvoll ist, empirische Erkenntnisse in einen anderen Kontext zu übertragen oder diese Evidenz über Zeitperioden hinweg zu extrapolieren. Nichtsdestotrotz berücksichtigt SWIPRA die Aktionärsstruktur gewissenhaft und berücksichtigt, dass (Gründer-) Aktionärsfamilien, vor allem in der Schweiz, eine wichtige Rolle spielen. Deshalb können die Empfehlungen von SWIPRA in

---

<sup>8</sup> Siehe Faccio und Lang (2002) für Evidenz, dass Familienunternehmen auch in Kontinentaleuropa die dominierende Unternehmensstruktur ist (44% der Unternehmen werden von Familien kontrolliert).





gewissen Fällen markant von den Empfehlungen anderer Stimmrechtsberater abweichen, insbesondere wenn diese Stimmrechtsberater ihren Sitz in anderen Ländern haben oder ihre Empfehlungen auf anderen Kriterien beruhen.

Eine andere Eigenschaft von schweizerischen Publikumsgesellschaften ist, dass vor allem bei grossen Unternehmen ein signifikanter Anteil der Aktien von Investoren gehalten wird, welche nicht in der Schweiz ansässig sind. SWIPRA erachtet es als wichtig, dass diese internationalen Investoren die Eigenheiten des schweizerischen Produkt-, Arbeits- und Finanzmarktes berücksichtigen, insbesondere wenn sie alljährlich die GV-Stimmrechte ausüben. Um diesem Bedürfnis gerecht zu werden ist SWIPRA fest in der Schweiz verwurzelt, verfügt aber gleichzeitig auch über beträchtliche internationale Erfahrung.

## **5 SWIPRA's Rolle als kritischer Informationsvermittler zwischen Emittenten und Investoren**

SWIPRA vertritt die Ansicht, dass Stimmrechtsberater idealerweise als kritische Informationsvermittler zwischen Emittenten und deren (institutionellen) Investoren agieren sollten<sup>9</sup>. Mit ihrem spezifischen Wissen im Bereich der Corporate Governance sollten die Stimmrechtsberater zur Wertsteigerung beitragen, von welcher Emittenten als auch Investoren gleichermaßen profitieren. SWIPRA erkennt an, dass die Erwartungen an Stimmrechtsberater sehr heterogen sind. Verschiedene Investoren und Emittenten zeigen eine unterschiedliche Wertschätzung der Qualität der Empfehlungen, der Transparenz des Prozesses der Empfehlungserstellung, dem langfristigen, nachhaltigen Ansatz, der Vermeidung von Interessenskonflikten und der Möglichkeit des Dialoges zwischen dem Management und dem Stimmrechtsberater vor der Abgabe der Empfehlungen. Es ist offensichtlich, dass sich Stimmrechtsberater verantwortungsvoll verhalten müssen, vor allem unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Empfehlungen der Stimmrechtsberater und die Stimmabgaben der Aktionäre stark korreliert sind<sup>10</sup>.

SWIPRA ist der Meinung, dass institutionelle Investoren nicht arglos einem Stimmrechtsberater folgen sollten. Stattdessen müssen institutionelle Investoren als Vertreter ihrer Anleger agieren und ihre Stimmrechte bei beteiligten Unternehmen verantwortungsvoll und vorsichtig ausüben.

---

<sup>9</sup> Die European Best Practice Principles Group ("BPPG"), eine Vereinigung europäischer und internationaler Stimmrechtsberater, benutzt den Begriff „Anbieter von Forschungsarbeiten und Analysen zum Aktionärsstimmrecht“ anstatt des Begriffs „Stimmrechtsberater“ um den verschiedenen Rechtssysteme in Kontinentaleuropa gerecht zu werden. Der Lesbarkeit und Konsistenz mit internationaler Forschung halber wird SWIPRA weiterhin den Begriff „Stimmrechtsberater“ als Synonym für den offiziellen Begriff der BPPG verwenden.

<sup>10</sup> Siehe Bethel und Gillan (2002), Cai, Garner und Walkling (2009) und Ertimur, Ferri und Oesch (2013) für Forschungen welche Resultate betreffend den Stimmrechtsberatern ISS und Glass-Lewis Empfehlungen aufzeigen. Wagner und Wenk (2014) dokumentieren Resultate für die Schweiz unter Einbezug von vier Stimmrechtsberater. Choi, Fisch, und Kahan (2010) mahnen, dass die Beziehung zwischen den Stimmabgaben und den Stimmempfehlungen nicht zwangsläufig kausal sind.



Dabei sollten sie explizit die Interessen ihrer Anleger, insbesondere mit Blick auf eine langfristige Wertgenerierung berücksichtigen<sup>11</sup>. Wenn sich institutionelle Investoren für einen Stimmrechtsberater entscheiden, sollten sie daran denken, dass Stimmrechtsberater in ihren Ansätzen und Prozessen stark variieren. Empirisch betrachtet ist die Korrelation der Empfehlungen unterschiedlicher Stimmrechtsberater eher gering (siehe zum Beispiel Wagner und Wenk (2014) für den Schweizer Markt).

SWIPRA ist sich bewusst, dass die Branche der Stimmrechtsberater als Ganzes einigen Bedenken bezüglich ihrer Rolle gegenüber steht. Verschiedene Kommentatoren argumentieren, dass einige Stimmrechtsberater die Tendenz zur Anwendung eines potentiell schädlichen „one-size-fits-all“ Ansatzes entwickelt haben (siehe Abschnitt 3), da institutionelle Investoren oft nicht die Ressourcen haben, die Qualität der Stimmempfehlungen zu überprüfen. Zudem greifen verschiedene Stimmrechtsberater auf weitere Einnahmequellen zurück, beispielsweise in dem sie Services wie Vermögensverwaltung oder eine Beratung zur Corporate Governance anbieten, was jedoch ihre Neutralität in der Analyse und Empfehlung negativ beeinflusst<sup>12</sup>. Der erhöhte Konkurrenzdruck kann zum Teil helfen diese Interessenkonflikte zu reduzieren<sup>13</sup>. Andere Forscher hingegen finden keine Anzeichen dafür, dass Stimmrechtsberater wie ISS und Glass-Lewis einen „one-size-fits-all“ Ansatz, der sich an ihren Regeln orientiert, anwenden<sup>14</sup>. Unabhängig davon wie stark diese Bedenken zur Neutralität und den Methoden der Stimmrechtsberater die Realität widerspiegeln; sie zeigen, dass sich Stimmrechtsberater das Vertrauen der Investoren und Emittenten verdienen müssen.

Aus diesen Gründen achtet SWIPRA sorgfältig auf eine objektive *Argumentation* hinter ihren Stimmempfehlungen, welche sich direkt aus SWIPRA's Stimmempfehlungs-Grundsätzen (zusammengefasst in diesem Dokument) ableitet, genau zu erläutern. SWIPRA wägt die Konsequenzen von „DAFÜR“ wie auch „DAGEGEN“-Empfehlungen sorgfältig ab und gibt keine Empfehlungen ab, die nur einen Standpunkt verdeutlichen sollen. Darüber hinaus erlangt SWIPRA durch die transparent dokumentierte und offengelegte Interaktion mit dem Unternehmen sowohl in konkretem Bezug auf eine bevorstehende Generalversammlung als auch generell innerhalb eines Wirtschaftsjahres ein besseres Verständnis für die als kritisch betrachteten Anliegen. Dieser Dialog ermöglicht den Emittenten zudem ihre Argumente anzubringen und allfälligen Missverständnissen vorzubeugen. Schlussendlich ist sich SWIPRA bewusst, dass gewisse Veränderungen in der Corporate Governance Zeit beanspruchen und nicht innerhalb der verhältnismässig kurzen Periode zwischen dem Dialog mit dem Stimmrechtsberater und der Generalversammlung vollständig bearbeitet und implementiert werden können. Deshalb nimmt SWIPRA eine dynamische Sichtweise ein und verfolgt die Veränderungen innerhalb des Unternehmens in Bezug auf solche langfristigen Themen sorgfältig über die Zeit.

---

<sup>11</sup> Iliev und Lowry (2015) zeigen, dass aktiv abstimmende Anlagefonds, die sich nicht ausschliesslich auf die Ratschläge von einem der dominierenden Stimmrechtsberater (ISS) verlassen, höhere risikoadjustierte Renditen erzielen.

<sup>12</sup> Siehe zum Beispiel Belinfanti (2010), Gow et al. (2013), Larcker, McCall und Ormazabal (2013).

<sup>13</sup> Siehe Li (2014).

<sup>14</sup> Siehe, zum Beispiel, Ertimur, Ferri und Oesch (2013).



## 6 Rechtliche Rahmenbedingungen

Die primären für die Traktanden der Generalversammlung relevanten Rechtsgrundlagen sind das Obligationenrecht sowie die Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV). Die Richtlinie betreffend der Informationen zur Corporate Governance der SIX Swiss Exchange liefern zudem eine Erläuterung sowie spezifische Anforderungen zur Offenlegung von Unternehmensinformationen. Zudem gibt es relevante weitere Aspekte der „weichen“ Gesetze, insbesondere der „Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance“ der *economiesuisse* (2014). Das hier dargelegte Dokument macht keinen Vergleich zwischen den Empfehlungen des Kodex der *economiesuisse* und SWIPRA's Stimmempfehlungs-Grundsätzen.

In der kompletten Version der SWIPRA Stimmempfehlungs-Grundsätze fasst SWIPRA die gegenwärtig relevanten rechtlichen Grundlagen für das jeweilige Thema zusammen. Auf Unternehmensebene muss, vor allem seit der Einführung der VegüV, eine Reihe von Sachverhalten durch Gesellschaftsverträge geregelt werden (fortan Verträge).

Im November 2016 wurde die Botschaft des Bundesrates zur laufenden Revision des Schweizerischen Obligationenrechts veröffentlicht. Diese sieht verschiedene Anpassungen im Obligationenrecht vor, unter anderem Regeln zur Offenlegung und Erklärung von Geschlechterquoten auf Stufe des Verwaltungsrats und des Top-Managements, eine zwingende Abstimmung zum Vergütungsbericht bei prospektiven Vergütungssystemen sowie einige Anpassungen zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen, welche mit der Gesetzesrevision ins Obligationenrechts überführt wird. Es ist derzeit noch offen, welche Vorschläge aus der Botschaft des Bundesrates letztendlich ins Gesetz übernommen werden. Zudem ist nicht davon auszugehen, dass das neue Gesetz vor 2020 in Kraft tritt. Bis dahin gelten in jedem Fall die Bestimmungen der VegüV. SWIPRA beteiligt sich aktiv mit Stellungnahmen zu vorgeschlagenen Gesetzesänderungen, an laufenden Expertengesprächen, verfolgt die Entwicklung mit höchster Sorgfalt und wird ihre Grundsätze, sofern erforderlich, entsprechend anpassen.